

Schadeverhaal voor optiebeleggers na misleiding door beursvennootschappen

Een onderzoek naar de mogelijkheid van schadeverhaal voor optiebeleggers op grond van artikel 6:162 Burgerlijk Wetboek en de daarbij komende kwesties van afgeleide schade, causaliteit en schadeberekening

Naam:	H.W. (Walther) Haksteeg
Examenummer:	425497
Universiteit:	Erasmus University Rotterdam
Faculteit:	Erasmus School of Law
Sectie:	Handels- en Ondernemingsrecht & Financieel recht
Master:	Master Ondernemingsrecht
Scriptiebegeleider:	Mr. drs. A.C.W. Pijls
Tweede lezer:	Mr. M.J. Giltjes
Voltooiingsdatum:	6 juli 2020
Aantal woorden:	19.698 woorden

Inhoudsopgave

<i>Inhoudsopgave</i>	<i>1</i>
<i>1. Inleiding en methodologische verantwoording</i>	<i>3</i>
1.1. Inleiding.....	3
1.2. Probleemstelling.....	4
1.3. Afbakening.....	5
<i>2. De werking van opties en de optiemarkt</i>	<i>6</i>
2.1. Soorten opties.....	6
2.2. De globale werking van call opties.....	6
2.3. De handel in stock options.....	9
2.4. De wettelijke classificering van (de uitoefening van) opties.....	10
2.5. Factoren die van invloed zijn op de optieprijs.....	12
<i>3. Directe en afgeleide schade bij misleiding door beursvennootschappen en beleidsfouten van haar bestuurders</i>	<i>14</i>
3.1. Inleiding.....	14
3.2. De kern van Poot/ABP.....	14
3.3. Directe of afgeleide schade.....	16
3.4. Uitzondering bij schending specifieke zorgvuldigheidsnorm jegens aandeelhouder.....	20
3.5. Toepassing op optiebeleggers.....	22
<i>4. De onrechtmatigheid en relativiteit bij misleidende financiële verslaggeving en schending publicatieplicht voorwetenschap</i>	<i>25</i>
4.1. Inleiding.....	25
4.2. Onrechtmatigheid en relativiteit bij misleidende financiële verslaggeving.....	25
4.3. Onrechtmatigheid bij schending publicatieplicht voorwetenschap.....	29
4.4. Relativiteit bij schending publicatieplicht voorwetenschap - algemeen.....	31
4.5. Publicatieplicht voorwetenschap ten aanzien van opties.....	33
4.6. Relativiteit in het geval van misleiding van optiebeleggers.....	35
<i>5. Causaliteit en schade bij misleiding van optiebeleggers</i>	<i>37</i>
5.1. Inleiding.....	37
5.2. Het condicio sine qua non-verband.....	37
5.3. Schadevaststelling; een schets van verschillende scenario's waarin optiebeleggers schade lijden.....	40
5.3.1. Inleiding.....	40
5.3.2. Een schets van scenario's waarin de optiebelegger schade kan lijden.....	41
5.4. Het bewijs van csqn-verband en schade.....	49
<i>6. Conclusie</i>	<i>57</i>
<i>Literatuurlijst</i>	<i>61</i>

<i>Jurisprudentielijst</i>	67
----------------------------------	----

1. Inleiding en methodologische verantwoording

1.1. Inleiding

Niet alleen een mens maar ook een beursvennootschap is in staat om degenen die hun vertrouwen stelden in haar capaciteiten en kwaliteiten, te misleiden.¹ Dit met materiële en immateriële schade tot gevolg. Echter, anders dan in het geval van misleiding door een persoon van vlees en bloed, is de omvang van de schade die bij misleiding door beursvennootschappen ontstaat, veelal niet te vergelijken met de vertrouwensschade in het geval van het naar buiten komen van een ‘leugentje om bestwil’.

Misleiding door beursvennootschappen kan op verschillende fronten spelen. Zo kan er sprake zijn van een misleidende prospectus waardoor aandeelhouders op de primaire markt worden misleid. Op de secundaire markt zal de misleiding veelal bestaan uit een schending van de doorlopende informatieplicht van beursvennootschappen om informatie die als voorwetenschap kwalificeert met het belegend publiek te delen.² Door deze verplichting wordt een potentiële informatiekloof tussen de vennootschap en het belegend publiek verkleind in vergelijking met de situatie waarin beursvennootschappen slechts gehouden zouden zijn tot het naar buiten brengen van periodieke informatie.³ Indien de openbaarmaking van deze informatie niet of onjuist geschiedt, kan dit een grond vormen om een uitgevende instelling en/of haar bestuurders en commissarissen aansprakelijk te stellen voor de door de onjuiste of ontbrekende mededeling veroorzaakte schade. Bij een te positieve voorstelling van zaken zal de aandelenkoers kunstmatig hoog zijn. Indien een aandeelhouder zijn aandelen heeft gekocht ten tijde van de misleiding en nog niet heeft verkocht op het moment dat de misleiding uitkomt en de inflatie als gevolg van deze bekendwording uit de koers loopt, lijdt deze aandeelhouder, en met hem nog velen anderen, schade. Ook wanneer positieve voorwetenschap wordt achtergehouden, bijvoorbeeld fusieonderhandelingen die van positieve invloed kunnen zijn op het koersverloop, kan een aandeelhouder schade lijden. Dit zal het geval zijn indien de belegger ten tijde van de misleiding zijn aandelen heeft verkocht voor een, naar later bleek, te lage prijs.

¹ Zie verder over de verhouding tussen transparantieplichtingen op beursvennootschappen en vertrouwen: Hijink, *Ondernemingsrecht* 2019/35.

² Artikel 7 jo. artikel 17 van Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening Marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (*PBEU*, L 173/1), hierna: de MAR.

³ Hoff 2013, par. 20.1.

Naast beleggers lijden potentieel ook optiehouders en optieschrijvers schade bij misleiding door (het bestuur van) beursvennootschappen. Een optie is een recht om gedurende een bepaalde tijdseenheid (bijvoorbeeld een week of een maand) een bepaalde hoeveelheid aandelen te kopen of te verkopen voor een in de optieovereenkomst bepaalde uitoefenprijs.⁴ In het geval van een zogenaamde *call* optie behelst deze optie het recht om tegen een bepaalde datum een bepaald aantal aandelen van de verkoper/schrijver van de *call* optie te kopen tegen een in de optieovereenkomst afgesproken uitoefenprijs.⁵ Een *put* optie geeft de houder van deze optie het recht om aandelen te verkopen aan de schrijver van de *put* optie tegen een reeds in de optieovereenkomst afgesproken uitoefenprijs.⁶ De *value* van een optie bestaat naast de intrinsieke waarde van de optie⁷ ook uit de tijd- en verwachtingswaarde.⁸ Bij misleiding door de beursvennootschap is niet alleen de aandelenkoers geïnfleteerd, maar zijn ook de op het onderliggende aandeel gebaseerde optiekoersen kunstmatig hoog.⁹ Of tevens de uitoefenprijs geïnfleteerd is, hangt af van het tijdstip waarop de optie is afgegeven.

1.2. Probleemstelling

In dit onderzoek staat de tweeledige vraag centraal in hoeverre de schade van een *call*-optiebelegger, ingeval van aansprakelijkheid van de beursvennootschap op grond van onrechtmatige daad wegens misleiding van het beleggend publiek, voor vergoeding in aanmerking komt en op welke wijze deze schade dient te worden berekend. In aansprakelijkheidsprocedures speelt veelal de vraag op welke wijze de schade, na vaststaande normschending, moet worden vastgesteld of geschat. Ten aanzien van koersgerelateerde schade die door de (optie)belegger wordt geleden speelt deze vraag des te meer nu dergelijke schade niet volledig veroorzaakt hoeft te zijn door de misleiding, maar tevens mede kan zijn veroorzaakt door o.a. macro-economische en sectorgerelateerde factoren en het verlies van vertrouwen van de markt in het zittende bestuur van de beursvennootschap.¹⁰ In het verlengde

⁴ ING Bank, *Wat zijn opties* (online). Zie ook: Silverentand en Van der Eerden 2018, p. 199.

⁵ Oosterhoff 2017, par. 2.3.2.

⁶ Oosterhoff 2017, par. 2.3.2.

⁷ Stel er is een *call* optie gekocht op aandelen X, welk aandeel met die optie kan worden gekocht voor 45 euro. Indien de koers van aandeel X op dat moment 46 euro bedraagt, heeft de optie een intrinsieke waarde van 1 euro, namelijk het verschil tussen de uitoefenprijs van de optie en de actuele beurskoers voor aandeel X. Indien de koers van aandeel X op dat moment 44 euro bedraagt, heeft de optie geen intrinsieke waarde.

⁸ De tijd- en verwachtingswaarde weerspiegelt de onzekerheid van de koers van het onderliggende aandeel tot het aflopen van optie op de uitoefendatum.

⁹ Eijkelenboom en Pijls, *Ondernemingsrecht* 2017/45, p. 263.

¹⁰ Eijkelenboom en Pijls, *Ondernemingsrecht* 2017/45, p. 263.

van de vraag die betrekking heeft op de omvang en berekening van de door de optiebelegger geleden schade, liggen vragen omtrent causaal verband en afgeleide schade, welke factoren schadevergoeding *de facto* in de weg kunnen staan.

Dit onderzoek is als volgt opgebouwd. Aangezien het onderzoek zich specifiek richt op de aansprakelijkheidsprocedure van de onrechtmatige daad, worden de omstandigheden bij misleiding door een beursvennootschap getoetst aan de onderscheiden vereisten van respectievelijk de artikelen 6:162 BW en 6:163 BW. Ten eerste wordt in een inleidend hoofdstuk de werking van opties en de optiemarkt uiteengezet (hoofdstuk 2). Bij schade die geleden is door optiebeleggers kunnen ruwweg twee schadeposten worden onderscheiden: 1. schade die direct is terug te voeren op informatieverzuimen van de vennootschap; en 2. schade die is terug te voeren op verkeerde beleidsbeslissingen. In hoofdstuk 3 wordt de vraag behandeld in hoeverre een optiebelegger een zelfstandige claim heeft ten opzichte van (het bestuur van) de beursvennootschap met het oog op het leerstuk van afgeleide schade (hoofdstuk 3). Aansluitend komt in hoofdstuk 4 aan de orde wanneer sprake is van onrechtmatig handelen of nalaten (van het bestuur) van de vennootschap en of, gegeven de onrechtmatigheid, met dit handelen of nalaten tevens onrechtmatig jegens optiebeleggers is gehandeld. In hoofdstuk 5 staat de vraag centraal welke schade voor de optiebelegger in causaal verband staat met de normschending van (het bestuur van) de vennootschap en op welke wijze deze schade dient te worden berekend. Daarbij wordt onderscheid gemaakt tussen enerzijds het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing en anderzijds het causaal verband tussen de misleiding en de door de optiebelegger gestelde (koers)schade. Dienaangaande wordt mede aandacht geschonken aan de bewijsrechtelijke positie van de optiebelegger (hoofdstuk 5). Dit onderzoek wordt afgesloten met een conclusie (hoofdstuk 6).

1.3. Afbakening

De reikwijdte van dit onderzoek is beperkt tot de aansprakelijkheid van (het bestuur van) de beursvennootschap voor de misleiding, waarbij als aansprakelijkheidsgrondslag het algemene leerstuk van de onrechtmatige daad geldt. Andere vormen waarlangs aansprakelijkheid mogelijk kan worden geconstrueerd (te denken valt aan prospectusaansprakelijkheid op grond van artikel 6:194 BW inzake misleidende reclame) worden in dit onderzoek niet behandeld. Ook contractuele vormen van schadevergoeding c.q. nadeelcompensatie, zoals op grond van misleiding ex artikel 6:230 lid 2 BW, zijn niet in dit onderzoek opgenomen.

2. De werking van opties en de optiemarkt

2.1. Soorten opties

Zoals reeds naar voren kwam, geeft een optie aan de optienemer het recht om iets te doen. Dit recht kan, afhankelijk van het soort optie, een recht tot koop of een recht tot verkoop van een aan de optie ten grondslag liggend goed inhouden. In het kader van dit onderzoek wordt het onderliggende goed verondersteld een aandeel in een beursvennootschap te zijn. Bezien in deze context is een optie het recht om op een bepaald moment of gedurende een bepaalde tijdseenheid (bijvoorbeeld een week of een maand) een bepaalde hoeveelheid aandelen te kopen of te verkopen voor een in de optieovereenkomst vooraf bepaalde uitoefenprijs.¹¹ Indien een optiebelegger een *call* optie neemt, behelst deze optie het recht om tegen een vastgestelde datum een bepaald aantal aandelen van de verkoper/schrijver van de *call* optie te kopen tegen een in de optieovereenkomst afgesproken uitoefenprijs, ook wel de *strike price* genoemd. Een *put* optie geeft de optiebelegger het recht om aandelen te verkopen aan de schrijver van de *put* optie tegen een reeds in de optieovereenkomst afgesproken uitoefenprijs. De laatste dag waarop de optie kan worden uitgeoefend wordt de *expiration date* genoemd. Dit onderzoek heeft slechts betrekking op *call* opties. *Put* opties en andere derivaten zoals *futures* worden buiten beschouwing gelaten.

Een optie kan zowel een *European* optie als een *American* optie zijn. Het verschil tussen deze twee opties heeft, anders dan de naam zou doen vermoeden, niks met de geografische locatie van de typen opties te maken.¹² Een *American* optie kan op elk moment vanaf de koop van de optie tot de *expiration date* worden uitgeoefend. Een *European* optie kan daarentegen alleen op de *expiration date* zelf worden uitgeoefend. De meeste opties op aandelen zijn *American* opties.¹³ Het is voor een houder van een *American* optie op aandelen X dus mogelijk om op elk tijdstip tussen het moment van aankoop van de optie en de *expiration date*, de optie uit te oefenen.

2.2. De globale werking van call opties

De koper van een *call* optie heeft het recht, maar – anders dan bij bijvoorbeeld *futures* – niet de verplichting het onderliggende aandeel te kopen. Zoals de naam reeds doet vermoeden

¹¹ Asser/De Serière 2-IV 2018/68.

¹² Hull 2017, p. 226.

¹³ Hull 2015, p. 213. Zie ook: Kemna en Van Vliet, *Tijdschrift voor Statistiek, Informatica en Operationeel Onderzoek* 1984, vol. 24, nr. 1, p. 49.

hebben opties een optioneel karakter.¹⁴ De rechten van de nemer van de *call* optie vormen, bij uitoefening, verplichtingen van de schrijver van de optie. Een *call* optie is op de effectenmarkt echter gewoonlijk niet bedoeld als ‘cadeautje’ of beloning voor de optienemer. De optienemer en optieschrijver komen daarom in een *option contract* de voorwaarden overeen waaronder de optienemer het recht verkrijgt de aandelen in kwestie tegen een bepaalde prijs te kopen. In deze voorwaarden staan onder andere de prijs waartegen de optie kan worden uitgeoefend (de uitoefenprijs of *strike price*), de *expiration date* van de optie en de prijs die de optienemer dient te betalen aan de optieschrijver voor het verkrijgen van de optie.¹⁵ De prijs die voor de optie wordt betaald wordt ook wel de premie genoemd en weerspiegelt de waarde/*value* van de optie. Indien de beurskoers van het onderliggende aandeel op de *expiration date* (of bij *American* opties: op enig ander moment voor de *expiration date*) boven de uitoefenprijs ligt, zal de nemer van de *call* optie zijn optie uitoefenen. Zijn winst zal dan bestaan uit het verschil tussen de bij uitoefening actuele beurskoers en de in de *call* optie gehanteerde uitoefenprijs. Hierop zal evenwel de betaalde (toekomstige waarde van de) premie in mindering moeten worden gebracht, teneinde de nettowinst te verkrijgen.¹⁶

Het bovenstaande kan eenvoudig inzichtelijk worden gemaakt aan de hand van het volgende voorbeeld. Stel dat een optiebelegger een *call* optie wil kopen met een uitoefenprijs van €50 en een looptijd van 3 maanden tot de *expiration date*. De prijs van de optie is momenteel €3 en de koers van het onderliggende aandeel X is op het moment van het sluiten van het *option contract* €47. In de praktijk heeft een *option contract* meestal betrekking op 100 aandelen, zodat de totale investering van de optiebelegger €300 is. Op het moment dat op de *expiration date* de prijs van het onderliggende aandeel X €45 bedraagt, zal de optiebelegger zijn *call* optie niet uitoefenen. Is de optie *out of the money*, dan verliest de optiebelegger de initiële investering van €300 die hij voor zijn optie betaalde. Indien de prijs van het onderliggende aandeel op de *expiration date* geen €45 maar €50 bedraagt, is de *call* optie *at the money*. Een *call* optiebelegger zal een optie altijd uitoefenen op het moment dat de waarde van het onderliggende aandeel op de beurskoers gelijk is aan of hoger is dan de uitoefenprijs op de *expiration date*. Indien de prijs van het onderliggende aandeel de uitoefenprijs passeert is de optie *in the money*. Dit neemt niet weg dat de nettowinst alsnog negatief kan zijn indien het

¹⁴ Asser/De Serièrè 2-IV 2018/68.

¹⁵ McDonald 2013, p. 35-36.

¹⁶ Overige transactiekosten zullen, hoewel in de praktijk mogelijk bepalend voor de keuze van de optiebelegger, verder voor de nettowinstbepaling buiten beschouwing worden gelaten. Zie ook: McDonald 2013, p. 36-37.

bedrag waarmee de optie *in the money* is, het bedrag van de premie niet overstijgt. Toch zal de optiebelegger in dat geval altijd zijn optie uitoefenen aangezien het verlies van het bedrag aan de premie dan in ieder geval gedeeltelijk wordt gecompenseerd met de winst op de *call* optie.¹⁷ Onderstaande tabel¹⁸ geeft een overzicht van een aantal mogelijke uitkomsten bij verschillende onderliggende beurskoersen. Hierbij is geen rekening gehouden met het feit dat de premie in werkelijkheid gecorrigeerd dient te worden met de *risk-free rate* om zodoende de juiste toekomstige waarde van de premie te berekenen. Indien in casu de jaarlijkse *risk-free rate* 3% was geweest, had de premie, bij een looptijd van de optie van 3 maanden, een toekomstige waarde gehad van $\text{€}3 * 1,03^{3/12} = \text{€}3,02$.

Tabel 1

Prijs onderliggend aandeel X op <i>expiration date</i>	Brutowinst op de <i>call</i> optie	Bij nemen <i>call</i> optie betaalde premie	Nettowinst op de <i>call</i> optie
€47	€0	€3	€-3
€48	€0	€3	€-3
€49	€0	€3	€-3
€50	€0	€3	€-3
€51	€1	€3	€-2
€52	€2	€3	€-1
€53	€3	€3	€0
€54	€4	€3	€1
€55	€5	€3	€2

Overigens dient te worden opgemerkt dat het ook mogelijk is om een *call* optie te kopen met een uitoefenprijs die onder de op het moment van aankoop geldende beurskoers ligt. In dat geval wordt een optie gekocht die op dat moment reeds *in the money* is. Indien de optie op het moment van aankoop reeds *in the money* is heeft deze optie een intrinsieke waarde. Dit houdt in dat de prijs die voor de optie betaald wordt niet slechts bestaat uit de tijd- en verwachtingswaarde van de optie.

¹⁷ Hull 2015, p. 214.

¹⁸ Tabel 1.

2.3. De handel in stock options

Net als bij normale aandelen bestaat er een levendige handel in *stock options*. Zo kunnen via www.euronext.com opties op aandelen in Nederlandse beursvennootschappen worden verhandeld. Naast *stock options* bestaan er ook de zogenaamde *currency options* die zien op verschillende buitenlandse valuta en *index options* die niet specifiek zien op een aandeel maar veeleer op een bepaalde index zoals de AEX of de S&P 500. Het handelsplatform waarop de opties worden verhandeld zal gewoonlijk de verschillende uitoefenprijzen bepalen waartegen opties geschreven kunnen worden. Bij een huidige beurskoers van €47 voor het onderliggende aandeel X zullen er waarschijnlijk uitoefenprijzen worden vastgesteld van rond de €42, €50 en €55.¹⁹

Zoals reeds beschreven, behelst een *call* optie het recht tot het kopen van een bepaald aandeel tegen een vooraf vastgestelde prijs. In de praktijk vindt bij de uitoefening van de optie echter vaak geen levering van het feitelijke aandeel plaats, maar wordt de houder van de optie financieel gecompenseerd door middel van een *cash settlement*. In dat geval krijgt de houder van de *call* optie bij uitoefening van de optie het verschil tussen de uitoefenprijs en de waarde die het onderliggende aandeel op het moment van uitoefening noteert, in geld vergoed.²⁰

Het is van belang om op te merken dat opties niet enkel gebruikt behoeven te worden als een puur beleggingsinstrument. Ik bedoel hiermee dat opties niet altijd gebruikt worden om te speculeren op – in het geval van een *call* optie – een koersstijging. Vanwege de hefboomwerking die veelal inherent is aan het beleggen in opties, kunnen in het geval van een koersstijging grotere winsten worden behaald met het ter beschikking gestelde vermogen, terwijl het risico bij een koersdaling – wederom in het geval van het nemen van een *call* optie – beperkt is tot de betaalde premie. Desalniettemin worden opties ook vaak gebruikt om risico's in onderliggende beleggingsposities af te dekken. Zo kan een *put* optie gebruikt worden om, in het geval van een significante waardedaling van het onderliggende aandeel, het aandeel voor een bepaalde prijs te verkopen. Een andere mogelijkheid is het gebruik van een zogenaamde *collar*.²¹ In dat geval wordt een *call* optie geschreven²² met een bepaalde uitoefenprijs. Tevens

¹⁹ Bij een waarde van tussen de €25 en €200, zullen gewoonlijk uitoefenprijzen gekozen worden die 1) €5 onder de huidige beurskoers ligt; 2) de uitoefenprijzen van de eerst volgende waarde die gedeeld kan worden door 5 en 3) de waarde die €5 boven de waarde van 2) ligt. In bovenstaand voorbeeld is 1) een prijs van €42; 2) een prijs van €50 en 3) een prijs van €55. Zie: Hull 2017, p. 233.

²⁰ Asser/De Serière 2-IV 2018/67. Vgl. *Kamerstukken II* 2010/11, 32 783, 3, p. 3-4.

²¹ Oosterhoff 2017, par. 2.3.2. Zie ook: Hudson 2012, p. 31 e.v.; Wibier 2011, par. 11.1.

²² Dit behelst de *plicht* om een aandeel te verkopen tegen een bepaalde prijs.

wordt er een *put* optie gekocht²³ tegen een lagere uitoefenprijs. Stel dat de geschreven *call* optie een uitoefenprijs heeft van €10 en de gekochte *put* optie heeft een uitoefenprijs van €8. Op de *expiration date* is de beurskoers van het onderliggende aandeel €6. Dit heeft tot gevolg dat de *call* optie niet zal worden uitgeoefend. De premie die ontvangen is voor het schrijven van de *call* optie is winst voor de belegger. Tegelijk kan de *put* optie wel worden uitgeoefend. Het aandeel kan worden verkocht voor €8 terwijl de huidige beurskoers €6 is. De aandeelhouder is door deze constructie beschermd tegen waardedalingen van het onderliggende aandeel onder de uitoefenprijs van de *put* optie.

2.4. De wettelijke classificering van (de uitoefening van) opties

Financieelrechtelijk worden opties gezien als een van de verschijningsvormen van derivaten. Opties hebben te gelden als financiële instrumenten in de zin van artikel 1:1 onder d Wft. Deze bepaling vindt zijn oorsprong in de Mifid II.²⁴ De verbintenisrechtelijke classificering van de *call* optie hangt af van de vraag door wie de optie is geschreven en op welke wijze de optie dient te worden afgewikkeld. Ik maak hier onderscheid tussen *call* opties die zijn uitgegeven door de uitgevende instelling van het onderliggende aandeel en opties die zijn geschreven door een ander, niet zijnde de uitgevende instelling van het onderliggende aandeel, welke opties verhandeld worden op de beurs.

Optierechten die zijn geschreven door een uitgevende instelling zullen veelal als onderdeel van een beloningsbeleid worden verstrekt aan bepaalde (groepen) werknemers. Twee kenmerken van *call* opties zijn dat zij een vorderingsrecht in het leven roepen en onherroepelijk zijn. Strikt genomen is het optierecht zelf een persoonlijk recht en geen vorderingsrecht. Het vorderingsrecht ontstaat immers pas na uitoefening van de optie.²⁵ Een aanbod is in beginsel herroepelijk, tenzij het een termijn voor de aanvaarding inhoudt of de onherroepelijkheid voortvloeit uit het aanbod zelf, uit een overeenkomst of een gewoonte, of, zoals blijkt uit de uitlegbepaling van artikel 6:219 lid 3 BW, indien een van de partijen zich verbindt om, indien de wederpartij dit wenst, met haar een overeenkomst te sluiten.²⁶ De optie heeft derhalve te gelden als een onherroepelijk aanbod. Een derde kenmerk is dat de uitoefening van het

²³ Dit behelst het *recht* om een aandeel te verkopen tegen een bepaalde prijs.

²⁴ Artikel 4 punt 44 sub b jo. Deel C van bijlage 1 Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en De Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (herschikking) (*PbEU*, L 173/349) (*Mifid II*).

²⁵ Brahn en Reehuis 2015, p. 118-119.

²⁶ Hijma en Olthof 2014, p. 339. Zie ook: Haksteeg 2018.

wilsrecht van de *call* optie koper zal leiden tot het tot stand komen van een overeenkomst tussen de optiehouder en de uitgevende instelling.²⁷ Indien de optieverlening geschiedt door middel van een tussen partijen gesloten overeenkomst, dient deze overeenkomst aangemerkt te worden als een eenzijdige overeenkomst. Slechts de uitgevende instelling wordt tot een rechtshandeling verplicht.²⁸ In het geval van een door de uitgevende instelling afgegeven *call* optie is moeilijk denkbaar dat sprake zal zijn van een *cash settlement*. In dit scenario zal de nakoming van de verkoopverplichting door de uitgevende instelling gericht zijn op fysieke afwikkeling (*physical delivery*).

Anders dan in het hierboven geschetste geval is er geen sprake van een eenzijdige overeenkomst indien de schrijver en de koper van de *call* optie overeenstemming bereiken over de koop van de optie op een gereguleerde markt. Er zou in dat geval beargumenteerd kunnen worden dat sprake is van een wederkerige overeenkomst nu het optiecontract tussen de schrijver van de optie en de koper van de optie wederzijdse rechten en verplichtingen bevat. Zo dient de koper van de optie ook de premie te betalen, en dient bij uitoefening van de optie de uitoefenprijs betaald te worden. Op deze koop zouden dan de bepalingen omtrent koop van Titel 1 Boek 7 BW van overeenkomstige toepassing zijn.²⁹

De werkelijkheid leert echter dat optieovereenkomsten op de beurs niet rechtstreeks tot stand komen tussen de optieschrijver en de koper van de optie. Bij het aangaan van een optiecontract zijn meerdere partijen betrokken die schakels vormen tussen de schrijver van de optie en de koper. Door Wibier wordt deze keten als volgt omschreven: er loopt ‘een keten van (de bank van) de koper van de optie via een *trading member* en *clearing members* naar een *central counterparty* (...), en vervolgens weer een keten terug naar de schrijver van de optie via die *central counterparty* en een *clearing member* naar een *trading member*.’³⁰ Opties kunnen derhalve het best worden geclassificeerd als een keten van contractuele aanspraken. De verschillende partijen in deze keten hebben over en weer rechten en verplichtingen die uit deze onderlinge contracten voortvloeien. Zoals reeds is aangegeven vallen opties onder de definitie van ‘financieel instrument’ in de zin van artikel 1:1 Wft. Optiebeleggers vinden enige mate van bescherming in artikel 4:87 lid 1 sub a Wft dat bepaalt dat een beleggingsonderneming

²⁷ Timmermans 2018, p. 244.

²⁸ Asser/Sieburg 6-III 2018, nrs. 80-82.

²⁹ Vgl. artikel 7:47 BW.

³⁰ Wibier 2011, par. 11.2.1. Zie ook: Rank 1999, p. 267-305.

adequate maatregelen moet treffen ter bescherming van de rechten die cliënten hebben op hun financiële instrumenten.

2.5. Factoren die van invloed zijn op de optieprijs

Volgens economisch gangbare theorieën bestaan er zes factoren die de premie c.q. *value* van een optie beïnvloeden. Het gaat dan om de volgende factoren: 1) de huidige prijs van het onderliggende aandeel; 2) de uitoefenprijs; 3) de tijd tussen de koop van de optie en de *expiration date*; 4) de volatiliteit van het onderliggende aandeel; 5) de *risk-free interest rate* en 6) het op korte termijn verwachte uit te betalen dividend.³¹

Uitgaande van het constant blijven van de overige factoren heeft een verandering in een van de factoren het volgende effect op een *call* optie. Een *call* optie zal meer waard worden indien de waarde van het onderliggende aandeel in waarde stijgt. Indien de overige factoren gelijk blijven (en dus ook de uitoefenprijs), is er een grotere kans dat bij een hogere koers de beurskoers de uitoefenprijs zal overstijgen en de *call* optie dus *in the money* zal zijn. In het verlengde daarvan ligt de conclusie dat, indien alle overige factoren gelijk blijven en de uitoefenprijs hoger is, dit de prijs van de optie zal drukken. De kans dat de *call* optie *in the money* zal zijn, is kleiner naarmate de uitoefenprijs hoger ligt. Ten aanzien van de tijd tot het bereiken van de *expiration date* geldt dat hoe verder weg de *expiration date* is, hoe groter de kans dat de *call* optie op een bepaald moment *in the money* zal zijn. Dit is met name het geval bij *American* opties die op elk moment kunnen worden uitgeoefend. Een optie met een langere termijn tot het bereiken van de *expiration date* zal dan ook een hogere prijs hebben in vergelijking met dezelfde optie met een kortere termijn tot de *expiration date*. De volatiliteit van het onderliggende aandeel geeft een indicatie over de (on)zekerheid van toekomstige fluctuaties in de aandelenprijs. Een toenemende onzekerheid omtrent de toekomstige waarde van het onderliggende aandeel heeft een prijsstijging van *call* opties op dat aandeel tot gevolg. De invloed van de *risk-free interest rate* op de optieprijs is minder voor de hand liggend. Indien de *risk-free interest rate* toeneemt, neemt ook het door aandeelhouders geëiste rendement op hun aandelen toe. Dit kan een stijging in de prijs voor een *call* optie teweeg brengen. In de praktijk blijken rentestijgingen echter gepaard te gaan met dalingen van de beurskoersen van

³¹ Hull 2015, p. 234.

de onderliggende aandelen, zodat het netto effect alsnog een daling in de prijs van een *call* optie kan zijn.³²

³² Hull 2015, p. 235-238.

3. Directe en afgeleide schade bij misleiding door beursvennootschappen en beleidsfouten van haar bestuurders

3.1. Inleiding

Indien schade optreedt bij beleggers op de effectenbeurs (in de zin van een waardedaling van de door hen gehouden financiële instrumenten), welke schade op enigerlei wijze wordt veroorzaakt door de beursvennootschap waarin zij (indirect) beleggen, is aannemelijk dat een veelheid aan factoren debet zijn aan deze waardedaling. Zo kan de waardedaling zijn veroorzaakt door het bekend worden van de misleiding van de beursvennootschap,³³ verkeerde beleidsbeslissingen van het bestuur van de beursvennootschap of overige (macro-)economische factoren.³⁴ In dit hoofdstuk staat de vraag centraal voor welke schade de (optie)belegger wel de vennootschap en haar bestuurders kan aanspreken en voor welke schade hij geen zelfstandige vordering zal kunnen instellen. Ter beantwoording van deze vraag is met name het onderscheid tussen directe schade en afgeleide schade van belang. Zo komt een individuele aandeelhouder voor een groot aantal typen afgeleide schade ingevolge het welbekende Poot/ABP-arrest³⁵ geen zelfstandig verhaalsrecht toe. In dit hoofdstuk zal eerst de doctrine rondom afgeleide schade worden geschetst. Deze doctrine ziet met name op afgeleide schade geleden door aandeelhouders. Vervolgens zal worden onderzocht in hoeverre deze doctrine toepassing vindt in het geval schade wordt geleden door optiebeleggers.

3.2. De kern van Poot/ABP

De hoofdregel van het *Poot/ABP*-arrest blijkt uit rechtsoverweging 3.4.1. waar de Hoge Raad als volgt overweegt:

‘Naamloze vennootschappen en besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid zijn rechtspersonen die zelfstandig, als dragers van eigen rechten en verplichtingen, aan het rechtsverkeer deelnemen (...). Het vermogen van een vennootschap is afgescheiden van dat van zijn aandeelhouders. Indien aan een vennootschap door een derde vermogensschade wordt toegebracht door het niet behoorlijk nakomen van contractuele verplichtingen jegens de vennootschap of door gedragingen die tegenover de vennootschap onrechtmatig zijn, heeft alleen de vennootschap het recht uit dien hoofde van de derde vergoeding van deze aan haar toegebrachte schade te vorderen. Die vermogensschade van de vennootschap zal, zolang zij niet is vergoed, een vermindering van de waarde van de aandelen in de vennootschap

³³ Bijvoorbeeld in de vorm van het publiceren van een misleidende jaarrekening of het niet dan wel te laat publiceren van voorwetenschap; zie hierover hoofdstuk 4.

³⁴ Zie over de berekening van schade in het geval van misleiding hoofdstuk 5.

³⁵ HR 2 december 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1564, *NJ* 1995, 288, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Poot/ABP*).

meebrengen. In beginsel kunnen de aandeelhouders echter op grond van dit (aanvankelijk) voor hen ontstane nadeel niet een eigen vordering tot schadevergoeding tegen de bedoelde derde geldend maken.’

In *Poot/ABP* wordt een duidelijke, centrale rol weggelegd voor de vennootschap indien het primair de vennootschap is die schade lijdt door de feitelijke- of rechtshandelingen van de derde. Het is aan de vennootschap om, ter bescherming van de belangen van allen die belang hebben bij instandhouding van haar vermogen, schadevergoeding van de derde te vorderen. Deze redenering sluit mijns inziens goed aan bij het uitgangspunt dat het aan het bestuur is om het beleid van de vennootschap te bepalen, waarbij het zich dient te richten naar het belang van de vennootschap en de aan haar verbonden onderneming.³⁶ In dat kader kan het bij die belangenafweging geschieden dat het bestuur om haar moverende redenen gerechtvaardigd kan besluiten geen vordering tegen de derde in te stellen. Indien de vennootschap wél een vordering instelt tegen de derde en als gevolg daarvan de door haar geleden schade vergoed krijgt, wordt de met deze schade corresponderende waardevermindering van de aandelen geacht ongedaan te zijn gemaakt.³⁷

Achter hetgeen de Hoge Raad in het hiervoor geciteerde gedeelte in het *Poot/ABP*-arrest overwoog, gaan verschillende theorieën schuil die als redenen kunnen dienen voor het niet voor rechtstreekse vergoeding in aanmerking laten komen van de in het *Poot/ABP*-arrest bedoelde afgeleide schade.³⁸ Een belangrijke reden waarom de door de Hoge Raad bedoelde afgeleide schade niet zou moeten leiden tot een rechtstreekse actie van de aandeelhouder op de derde, is het verschil in rechtssubjectiviteit tussen de vennootschap enerzijds en de aandeelhouder anderzijds. Een kapitaalvennootschap is als rechtspersoon zelfstandig drager van rechten en plichten en neemt in die hoedanigheid deel aan het rechtsverkeer. Daar komt bij dat het vermogen van de rechtspersoon is afgescheiden van het vermogen van de individuele aandeelhouders. Het is om die reden dat slechts de rechtspersoon een recht tot vergoeding van de door haar geleden schade toekomt.³⁹ Naast de rechtspersoonlijkheid van de vennootschap

³⁶ HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970, r.o. 4.5, *NJ* 2007, 434, m.nt. J.M.M. Maeijer (*ABN Amro*). Vgl. artikel 2:129 lid 5 BW.

³⁷ HR 2 december 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1564, r.o. 3.4.1, *NJ* 1995, 288, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Poot/ABP*).

³⁸ Ik spreek expres van ‘de in het *Poot/ABP*-arrest bedoelde afgeleide schade’ nu afgeleide schade gezien moet worden als een feitelijk begrip dat zich ook in andere vormen kan manifesteren; zie hierna par. 3.3. De Hoge Raad is de term afgeleide schade zelf gaan gebruiken sinds HR 29 november 1996, ECLI:NL:HR:1996:ZC2214, *NJ* 1997, 178 (*Cri Cri*). Zie ook: HR 16 februari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ0419, r.o. 3.3 onder c, *NJ* 2007, 256, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Tuin Beheer/Houthoff*).

³⁹ Kroeze 2012, p. 29-32.

en de daaraan veelal gerelateerde afwezigheid van een tot schadevergoeding strekkende rechtsverhouding tussen de aandeelhouder en de derde, worden in de literatuur nog verschillende doelmatigheids- en rechtvaardigheidsargumenten genoemd die een rechtstreekse schadevergoedingsactie van de aandeelhouder in de weg staan. Genoemd worden:⁴⁰

- 1) rechtstreekse schadevergoeding aan aandeelhouders zou afbreuk doen aan de geldende rangorde tussen aandeelhouders en schuldeisers. Aandeelhouders zouden niet de mogelijkheid moeten krijgen om in een preferente positie te komen verkeren wat betreft het door hen ingebrachte risicodragend kapitaal;⁴¹
- 2) rechtstreekse schadevergoeding zou inbreuk kunnen maken op de rangorde tussen aandeelhouders. Zo hebben aandeelhouders met preferente aandelen een bevoorrechte positie bij het uitkeren van dividend ten opzichte van ‘normale’ aandeelhouders;
- 3) rechtstreekse schadevergoeding zou kunnen zorgen voor dubbele schadevergoeding, één keer aan de aandeelhouder rechtstreeks en één keer via het vermogen van de vennootschap;
- 4) afwijzing van rechtstreekse schadevergoeding aan de aandeelhouder die afgeleide schade heeft geleden voorkomt ‘dubbele’ procedures, waaraan toegevoegd dient te worden dat met name bij vennootschappen met veel aandeelhouders, zoals beursvennootschappen, gevreesd dient te worden voor een ‘tsunami’ aan individuele procedures.

3.3. Directe of afgeleide schade

Een belangrijk onderscheid dat gemaakt dient te worden is het onderscheid tussen enerzijds directe schade en anderzijds afgeleide schade. De term afgeleide schade geeft al aan dat deze schade is ‘afgeleid’. Zij is een afgeleide van de schade die door de vennootschap is geleden. Door Kroeze wordt afgeleide schade opgevat als een feitelijk, beschrijvend begrip. Er is sprake van afgeleide schade op het moment dat de schade is geleden *aan* de aandelen die loopt *via* het vermogen van de vennootschap.⁴² Volgens deze opvatting is een bepaalde toedracht van de schade – met andere woorden of deze schade het gevolg is van wanprestatie of een onrechtmatige daad door een derde – geen voorwaarde om van afgeleide schade te kunnen spreken. Daarmee wordt een scheiding aangebracht tussen gevallen van afgeleide schade die

⁴⁰ Oostwouder, *O&F* 2018, p. 7-8; Zie ook: Assink 2012, p. 307-308; Kroeze 2012, p. 33; Kroeze 2004, p. 37-39.

⁴¹ Vgl. artikel 2:23b BW.

⁴² Kroeze 2004, p. 11, 17-18.

wel onder de *Poot/ABP*-doctrine vallen, omdat deze schade is veroorzaakt door de onrechtmatige daad of wanprestatie van een derde, en afgeleide schade die niet onder deze doctrine valt. De *Poot/ABP*-doctrine ziet daarmee wel op afgeleide schade maar niet alle afgeleide schade valt onder de *Poot/ABP*-doctrine. Afgeleide schade doet zich met name voor indien een derde, waaronder ook moet worden verstaan een bestuurder, schade toebrengt aan de vennootschap met als gevolg dat ook de aandeelhouders schade lijden door de waardevermindering van hun aandelen.⁴³

In tegenstelling tot afgeleide schade loopt directe schade – ook wel rechtstreekse schade genoemd – niet via het vermogen van de vennootschap. Stel een (beurs)vennootschap geeft in haar jaarrekeningen een te positief beeld van haar financiële positie. Aandeelhouders en beleggers in afgeleide financiële instrumenten kunnen zijn misleid bij het kopen van effecten in de vennootschap. De schade die zij bij het naar buiten komen van de misleiding lijden – in het geval van aandeelhouders bestaande uit de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie – loopt niet via het vermogen van de vennootschap. De vennootschap is door de misleidende informatie immers niet minder waard geworden dan zij *in werkelijkheid* was.⁴⁴ Een dergelijke situatie doet zich ook voor bij misleiding in het geval van een aandelenuitgifte op de primaire markt. Indien de beursvennootschap een misleidende prospectus openbaar maakt of doet openbaar maken en een belegger, naar later blijkt, door misleidende mededelingen in het prospectus een te hoge prijs voor de aandelen heeft betaald, raakt deze schade alleen de aandeelhouder en niet het vermogen van de beursvennootschap.⁴⁵

Een vrij recent voorbeeld waar sprake was van directe, in plaats van afgeleide schade, is het *Licorne Holding*-arrest.⁴⁶ Licorne Holding kocht alle aandelen in Licorne Nederland van Licorne International voor een prijs van €5 miljoen. Daarvan werd een deel omgezet in een achtergestelde lening ten behoeve van de verkrijgers van het vermogen van Licorne International onder algemene titel na een splitsing. Vanwege een onderzoek naar btw-fraude, uitgevoerd door de Belgische autoriteiten, waarbij Licorne Nederland mede voorwerp was van onderzoek, werden bij de transactie een vrijwaringsclausule en garanties bedongen. Na

⁴³HR 16 februari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ0419, *NJ* 2007, 256, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Tuin Beheer/Houthoff*).

⁴⁴ Van Andel en Rutten 2008, p. 180-183. Zie ook: Hoff 2013, par. 20.5.

⁴⁵ Assink 2012, p. 312-313.

⁴⁶HR 28 september 2018, ECLI:NL:HR:2018:1811, *Ondernemingsrecht* 2019/30, m.nt. B. Kemp (*Licorne Holding*).

aangesproken te zijn tot betaling van de rente uit hoofde van de lening, beroept Licorne Holding zich op verrekening vanwege schending van de bedongen garanties en vrijwaring. De Hoge Raad casseert en oordeelt: '[d]e vordering tot schadevergoeding waarop Licorne Holding haar beroep op opschorting baseert, vloeit voort uit de schending van de garanties uit de koopovereenkomst jegens haar. Zij betreft bovendien geen afgeleide schade, maar naar haar stellingen eigen schade die Licorne Holding als koper van de aandelen in Licorne Nederland heeft geleden, *in het bijzonder doordat die aandelen minder waard bleken te zijn dan Licorne Holding op grond van de garanties mocht verwachten (waardoor zij ook een te hoge koopprijs heeft betaald)*' [curs. H.W.H.].⁴⁷ De Hoge Raad spreekt in deze rechtsoverweging over 'eigen schade' van Licorne Holding. Eigen schade kan echter zowel directe als ook afgeleide schade omvatten. Ook afgeleide schade is eigen schade van de aandeelhouder, waarbij de aantekening dient te worden gemaakt dat bij afgeleide schade de vennootschap evenzeer eigen schade lijdt.⁴⁸ Het zou dan ook wenselijk zijn geweest als de Hoge Raad de door Licorne Holding geleden schade had aangeduid als directe of rechtstreekse schade. Dit neemt niet weg dat het mijns inziens in casu wel degelijk om directe schade ging. Ik leid dit af uit de overweging van de Hoge Raad dat het in ieder geval niet ging om afgeleide schade in combinatie met de overweging dat de aandelen minder waard bleken te zijn dan dat op grond van de garanties verwacht mocht worden. De gelijkenis met misleiding van aandeelhouders door een beursvennootschap dringt zich hier op. Ook hier is door de koper van de aandelen meer betaald voor de aandelen dan de werkelijke waarde van de aandelen rechtvaardigt. De vennootschap zelf lijdt echter geen schade.⁴⁹

Waar toe leidt nu dit onderscheid tussen directe en afgeleide schade? Door onbehoorlijke taakvervulling van een bestuurder of verkeerde beleidsbeslissingen van het bestuur kan schade toegebracht worden aan de vennootschap. Evenals bij misleiding kunnen verkeerde beleidsbeslissingen leiden tot schade aan aandelen. De schade die aandeelhouders lijden als gevolg van deze verkeerde beleidsbeslissingen loopt evenwel via het vermogen van de vennootschap en is daarmee te kwalificeren als afgeleide schade. Schade die zich manifesteert in de vorm van het uit de koers lopen van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie is echter niet afgeleid en komt daarom voor rechtstreekse vergoeding in aanmerking. De

⁴⁷ HR 28 september 2018, ECLI:NL:HR:2018:1811, r.o. 3.3.2, *Ondernemingsrecht* 2019/30, m.nt. B. Kemp (*Licorne Holding*).

⁴⁸ Assink 2012, p. 315-316.

⁴⁹ Schutte-Veenstra, *Ondernemingsrecht* 2019/54, p. 278.

Poot/ABP-doctrine wordt in die situatie niet geactiveerd. Dit ligt anders ten aanzien van het koersverlies dat beleggers hebben geleden door verkeerde beleidskeuzes van (het bestuur van) de vennootschap. Stel, door het bestuur van de vennootschap worden verkeerde beleidsbeslissingen gemaakt. Als gevolg van deze beleidsbeslissingen lijden de vennootschap en de aandeelhouders schade. Vervolgens stelt de gedupeerde aandeelhouder de bestuurder aansprakelijk voor de gemaakte beleidsfouten. Deze vordering zal in beginsel afstuiten op grond van de hiervoor uiteengezette *Poot/ABP*-doctrine. Het is immers in de eerste plaats aan de vennootschap om de door haar geleden schade te verhalen op de bestuurder. Op dit uitgangspunt kan, zoals in de volgende paragraaf nader uiteengezet zal worden, slechts uitzondering worden gemaakt indien de aandeelhouder stelt – en bij voldoende betwisting bewijst – welke specifiek jegens hem in acht te nemen zorgvuldigheidsnorm de bestuurder heeft geschonden.⁵⁰ Daarbij geldt tevens de verhoogde aansprakelijkheidsdrempel van het persoonlijk ernstig verwijt.⁵¹

Een interessante variant op bovenstaande casus is wanneer de aandeelhouder niet de bestuurders maar de vennootschap zelf aansprakelijk stelt voor de geleden schade door de verkeerde beleidskeuzes. Men probeert de gedragingen van het bestuur toe te rekenen aan de vennootschap.⁵² Ondanks het feit dat de *Poot/ABP*-doctrine niet direct op deze situatie van toepassing is, ben ik van mening dat haar ratio desalniettemin blijft gelden. In de WCAM-beschikking inzake de Fortis-schikking overweegt het Gerechtshof Amsterdam dat vergoeding van schade veroorzaakt door verkeerde beleidskeuzes van de vennootschap op gespannen voet zou staan met de rangorde die schuldeisers onderling ten opzichte van de vennootschap innemen.⁵³ Een belegger zal in de regel beleggen in vennootschappen waarbij hij de verwachting heeft dat de activiteiten van deze vennootschap zullen resulteren in een positieve waardeontwikkeling van het door hem beschikbaar gestelde vermogen. Bij deze belegging komt risico kijken, welk risico inhoudt dat de aandeelhouder niet alleen meedeelt in de winst veroorzaakt door goede beleidskeuzes maar ook in het verlies dat veroorzaakt wordt door verkeerd beleid. Volgens het hof worden aandeelhouders beschermd, doordat hen zeggenschapsrechten en andere juridische middelen zijn gegeven om het beleid van de

⁵⁰ Rechtbank Amsterdam 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:7495, r.o. 4.7, *JOR* 2015/330, m.nt. U.B. Verboom; *Ondernemingsrecht* 2016/19, m.nt. A.C.W. Pijls (*Landis*).

⁵¹ Kroeze 2012, p. 29-32. Zie ook: HR 20 juni 2008, ECLI:NL:HR:2008:BC4959, *NJ* 2009, 21, m.nt. H.J. Snijders (*Willemssen/NOM*).

⁵² HR 6 juni 1979, ECLI:NL:HR:1979:AH8595, *NJ* 1980, 34, m.nt. C.J.H. Brunner (*Kleuterschool Babbel*).

⁵³ Gerechtshof Amsterdam 13 juli 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:2422, r.o. 5.32 e.v. (*WCAM Fortis*).

vennootschap te beïnvloeden of aan de rechter voor te leggen.⁵⁴ Een dergelijke overweging doet niet af aan het uitgangspunt dat ook bij geconstateerd wanbeleid door de Ondernemingskamer dit niet betekent dat de aansprakelijkheid van de bestuurders jegens de vennootschap of het beleggend publiek vaststaat.⁵⁵

3.4. Uitzondering bij schending specifieke zorgvuldigheidsnorm jegens aandeelhouder

De hoofdregel uit *Poot/ABP* luidt aldus dat in het geval een aandeelhouder door onrechtmatig handelen van een derde jegens de vennootschap schade lijdt aan zijn aandelen die loopt via het vermogen van de vennootschap, de aandeelhouder geen zelfstandig recht toekomt teneinde de derde aan te spreken voor de door hem geleden schade. Dit kan evenwel anders zijn indien de aandeelhouder aannemelijk maakt dat de derde tevens jegens hem een specifieke zorgvuldigheidsnorm heeft geschonden.⁵⁶ Het construeren van een specifieke zorgvuldigheidsnormschending is een noodzakelijke voorwaarde voor het kunnen instellen van een directe actie tegen de schade toebrengende derde.⁵⁷ Dat jegens de aandeelhouder een dergelijke specifieke zorgvuldigheidsnorm is geschonden neemt echter niet weg dat in dergelijke gevallen nog steeds sprake is van afgeleide schade. De afgeleide schade ‘promoveert’ door de normschending niet tot rechtstreekse schade.⁵⁸ Uit het arrest *Tuin Beheer/Houthoff* blijkt dat van schending van een specifieke zorgvuldigheidsnorm sprake kan zijn indien de derde met opzet schade toebrengt aan de vennootschap om zodoende de aandeelhouders te benadelen.⁵⁹ Indien het gaat om een bestuurder is het vanwege de zelfgekozen betrokkenheid van de individuele aandeelhouder noodzakelijk dat de bestuurder een persoonlijk ernstig verwijt kan worden gemaakt. Hiervan is in beginsel sprake indien de bestuurder handelt in strijd met een statutaire bepaling die *een individuele aandeelhouder* beoogt te beschermen.⁶⁰ Daarbij dient de opmerking te worden gemaakt dat mijns inziens het

⁵⁴ Gerechtshof Amsterdam 13 juli 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:2422, r.o. 5.32 e.v. (*WCAM Fortis*). Te denken valt aan het recht op enquête en het uitoefenen van stemrechten op de algemene vergadering. Vgl. HR 2 december 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1564, r.o. 3.4.1, *NJ* 1995, 288, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Poot/ABP*).

⁵⁵ HR 8 april 2005, ECLI:NL:HR:2005:AS5010, *NJ* 2006, 443, m.nt. G. van Solinge (*Laurus*).

⁵⁶ HR 14 juni 2001, ECLI:NL:HR:2001:AB2443, *NJ* 2001, 573, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Chipshol*); HR 16 februari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ0419, r.o. 3.3 sub c, *NJ* 2007, 256, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Tuin Beheer/Houthoff*); HR 2 november 2007, ECLI:NL:HR:2007:BB3671, r.o. 3.4, *NJ* 2008, 5, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Kessock*).

⁵⁷ HR 14 juni 2001, ECLI:NL:HR:2001:AB2443, *NJ* 2001, 573, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Chipshol*). Hieruit blijkt tevens dat de enkele omstandigheid dat de vennootschap zelf niet (langer) in staat is een vordering in te stellen onvoldoende is om de aandeelhouder zijn schade rechtstreeks op de derde te laten verhalen. Daarvoor is noodzakelijk dat de derde tevens onrechtmatig jegens de aandeelhouder heeft gehandeld.

⁵⁸ Kroeze 2012, p. 29-32. Anders: Schild, *Bb* 2007, p. 191-199.

⁵⁹ HR 16 februari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ0419, r.o. 3.5, *NJ* 2007, 256, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Tuin Beheer/Houthoff*).

⁶⁰ HR 20 juni 2008, ECLI:NL:HR:2008:BC4959, *NJ* 2009, 21, m.nt. H.J. Snijders (*Willemsen/NOM*).

in rechte vast komen staan van de aansprakelijkheid van de bestuurder op grond van artikel 2:9 BW niet per definitie betekent dat de bestuurder ook ernstig verwijtbaar heeft gehandeld jegens de individuele aandeelhouder.⁶¹ De rechtsverhouding tussen de bestuurder en de vennootschap is een wezenlijk andere dan die tussen de bestuurder en de individuele aandeelhouder.

Uit de door de Hoge Raad gewezen arresten op het terrein van afgeleide schade blijkt niet of er naast de schending van een specifieke zorgvuldigheidsnorm jegens de aandeelhouder, andere, bijkomende voorwaarden noodzakelijk zijn om tot rechtstreekse vergoeding van de afgeleide schade te kunnen komen. Door Oostwouder wordt het definitief zijn van de schade voor de vennootschap als harde voorwaarde gezien voor het kunnen toekennen van een rechtstreekse actie voor afgeleide schade.⁶² Ook door Timmerman wordt het al dan niet definitieve karakter van de afgeleide schade als een van de gezichtspunten genoemd die bij de beoordeling over het al dan niet toekennen van een rechtstreekse vordering tot vergoeding van de afgeleide schade.⁶³ Als belangrijkste andere gezichtspunten noemt hij 1) of de rechtstreekse vergoeding gevolgen heeft c.q. nadeel toebrengt aan anderen die tot het vennootschapsvermogen gerechtigd zijn; 2) of processuele wanorde kan ontstaan door de hoeveelheid aan vorderingen die tegen de derde ingesteld zouden kunnen worden en 3) of het gevaar van dubbele schadevergoeding bestaat. Deze gezichtspunten komen grotendeels overeen met de door Kroeze in zijn doorkruisingsleer genoemde doelmatigheids- en rechtvaardighedsargumenten die ten grondslag liggen aan de *Poot/ABP*-doctrine.⁶⁴

De belangrijkste rechtvaardiging voor toepassing van de *Poot/ABP*-doctrine is, naast het argument van rechtspersoonlijkheid, met name gelegen in de hiervoor genoemde doelmatigheids- en rechtvaardighedsargumenten. In het verlengde van deze factoren moet de conclusie worden getrokken dat indien er in casu geen overwegende, rechtspolitieke argumenten meer resteren om de aandeelhouder van rechtstreekse schadevergoeding af te houden, deze aandeelhouder de mogelijkheid zou moeten hebben om door middel van een directe actie zijn afgeleide schade op de derde te verhalen. De redelijkheid en billijkheid zouden naar mijn mening aan een ander oordeel in de weg staan, nu het niet de bedoeling kan zijn om

⁶¹ Assink 2012, p. 335. Anders: Asser/Van Solinge en Nieuwe Weme 2-II* 2009/216.

⁶² Oostwouder, *O&F* 2018, p. 11-12. Zie ook: concl. A-G Hartkamp, ECLI:NL:PHR:2001:AB2443 bij HR 14 juni 2001, ECLI:NL:HR:2001:AB2443, *NJ* 2001, 573, m.nt. J.M.M. Macijer (*Chipshol*). Twijfelachtig: Asser/Van Solinge en Nieuwe Weme 2-II* 2009/215.

⁶³ Timmerman 2006, p. 132-136.

⁶⁴ Kroeze 2004, p. 66-67.

de gelaedeerde⁶⁵ met schade achter te laten, terwijl de laedens deze schade op geen enkele vermogensrechtelijke wijze zou hoeven te vergoeden.

3.5. Toepassing op optiebeleggers

Hoe dient het bovenstaande nu te worden toegepast op schade die geleden wordt door de optiebelegger? Het is van belang om op te merken dat de rechtsverhouding tussen de optiebelegger en de vennootschap wezenlijk verschilt van de rechtsverhouding tussen de aandeelhouder en de vennootschap. Zo is de optiebelegger geen directe verschaffer van risicodragend kapitaal aan de vennootschap. Een consequentie daarvan is dat de optiebelegger bijvoorbeeld in een faillissement niet als concurrent-schuldeiser een vordering zal kunnen indienen maar ook dat hij geen, althans niet direct via aan hem toegekende vennootschapsrechtelijke rechten, invloed kan uitoefenen op het beleid van de vennootschap.

Het karakter van de optie wordt in de eerste plaats gekenmerkt door de contractuele verhouding tussen (de schakel tussen) de optieschrijver en de optienemer. Ten aanzien van de vennootschap is een optie een afgeleid instrument waaraan de houder van die optie an sich, behalve bij werknemersopties, geen (zeggenschaps)rechten ten opzichte van de vennootschap kan ontlenen. Pas door uitoefening van de optie wordt, in het geval van een *physical delivery*, het aandeel verkregen waaraan rechten jegens de vennootschap kunnen worden ontleend.

Dit neemt niet weg dat de schade die de optiebelegger lijdt door misleiding van de vennootschap of door verkeerde beleidskeuzes heel reëel is. Bij het uitkomen van de misleiding zal de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie uit de koers lopen. De uitoefenprijzen van de opties zijn op deze beurskoersen van de onderliggende aandelen gebaseerd. Met andere woorden: ook de uitoefenprijzen zijn onder invloed van de misleiding tot stand gekomen en ook die uitoefenprijzen van de opties zijn geïnfleteerd als gevolg van de misleiding. Door het uit de koers lopen van de inflatie bestaat er een reële kans dat de koers onder de uitoefenprijs komt te liggen waardoor de optie waardeloos afloopt. De schade die de optiebelegger als gevolg van de misleiding van de beursvennootschap lijdt, zou ik willen aanmerken als directe of rechtstreekse schade. Immers, evenals bij normale aandeelhouders loopt de schade niet *via* het vermogen van de vennootschap. De vennootschap is door het uitkomen van de misleiding

⁶⁵ Ik gebruik deze term aangezien een noodzakelijke voorwaarde is dat de derde tevens onrechtmatig jegens de aandeelhouder heeft gehandeld.

niet minder waard geworden dan dat zij eigenlijk was. Zij wordt na het uitkomen van de misleiding slechts gewaardeerd tegen haar werkelijke waarde. Aangenomen dat door de misleiding ook onrechtmatig is gehandeld jegens optiebeleggers (waarover hoofdstuk 4), zou ik willen beargumenteren dat deze directe schade voor rechtstreekse vergoeding in aanmerking komt. De *Poot/ABP*-doctrine is op dit geval dan ook niet van toepassing.

Ten aanzien van schade die wordt geleden als gevolg van verkeerde beleidsbeslissingen kan daarentegen niet gesproken worden van directe, rechtstreekse schade. Ik zou deze schade willen bestempelen als dubbel afgeleid. Door de verkeerde beleidskeuzes (van het bestuur) van de vennootschap kan koersschade ontstaan. Deze schade loopt, in tegenstelling tot gevallen van misleiding, wél via het vermogen van de vennootschap. Zij kan om die reden kwalificeren als afgeleide schade en valt in die hoedanigheid onder de *Poot/ABP*-doctrine. Aan aandeelhouders komt wat betreft deze koersschade dan ook geen rechtstreekse actie toe. Deze redenering geldt *a fortiori* ten aanzien van optiebeleggers. Zij staan in vergelijking met de aandeelhouders in een nog verder verwijderd verband van de vennootschap. De optie is als financieel instrument afgeleid van de aandelen van de vennootschap. In die zin is de schade die wordt geleden door optiebeleggers, wanneer zij door verkeerde beleidskeuzes schade lijden, dubbel afgeleid.

Desalniettemin dient de vraag zich aan of er ook situaties denkbaar zijn waarin optiebeleggers toch de afgeleide schade rechtstreeks vergoed zouden moeten krijgen. Ik zou een dergelijke regel slechts willen aannemen indien er door (het bestuur van) de vennootschap een specifieke zorgvuldigheidsnorm jegens de optiehouder is geschonden. Ik besef dat de omstandigheden waaronder sprake kan zijn van een specifieke zorgvuldigheidsnormschending jegens een individuele optiehouder, uitzonderlijk zijn. Ik kan mij slechts de situatie indenken dat er door (het bestuur van) de vennootschap handelingen zijn verricht die tot doel hadden bepaalde, bij de beursvennootschap bekende, optiebeleggers in die hoedanigheid te schaden.⁶⁶ Voorwaarde daarbij is dat deze handelingen tevens schade hebben toegebracht aan de vennootschap, althans de beurskoers tot een zodanig niveau is teruggebracht dat de optiebelegger daardoor schade heeft geleden, al dan niet doordat hij vanwege deze lagere beurskoers zijn optie niet heeft

⁶⁶ HR 16 februari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ0419, *NJ* 2007, 256, m.nt. J.M.M. Macijer (*Tuin Beheer/Houthoff*).

kunnen uitoefenen. Zou de schade *niet* via het vermogen van de vennootschap lopen, dan kan niet meer worden gesproken van afgeleide schade en is de schade direct geleden.

Op het moment dat een specifieke normschending jegens de optiebelegger kan worden aangenomen kunnen rechtspolitieke argumenten *de facto* nog aan vergoeding in de weg staan. Genoemd zijn reeds: 1) of de rechtstreekse vergoeding nadeel toebrengt aan andere gerechtigden tot het vennootschapsvermogen; 2) of processuele wanorde kan ontstaan door de hoeveelheid aan vorderingen die tegen de derde ingesteld zouden kunnen worden; en 3) of het gevaar van dubbele schadevergoeding bestaat. Kroeze noemt in zijn doorkruisingsleer ook nog de omstandigheid of degene die de schade lijdt andere bevoegdheden aan het vennootschapsrecht kan ontleen om tot een vergelijkbaar resultaat te komen. Wanneer deze argumenten worden toegepast op de optiebelegger ontstaan belangrijke verschillen met de normale aandeelhouder. Anders dan in gevallen waar aandeelhouders schade lijden aan hun aandelen, kan een optiebelegger zijn schade niet nadien vergoed krijgen door schadevergoeding van de derde (bijvoorbeeld de bestuurder) aan de vennootschap. Zijn schade loopt ook niet samen met de schade zoals die door de vennootschap wordt geleden. Het gevaar van samenloop van vorderingen en dubbele schadevergoeding doet zich bij optiebeleggers dan ook niet voor. Indien de optie waardeloos is afgelopen, is zijn schade bovendien definitief geworden. Daarbij komt dat het voor de optiebelegger niet mogelijk is om met behulp van door het vennootschapsrecht aan hem verleende bevoegdheden tot een vergelijkbaar resultaat te komen. Hoewel het niet onmogelijk is dat toekenning van een rechtstreekse actie zal leiden tot een veelvoud van de procedures die gevoerd zouden worden indien slechts de vennootschap tot schadeverhaal over zou kunnen gaan, moet dit argument ook niet doorslaggevend zijn. Juist ten aanzien van dergelijke procedures is met de op 1 januari 2020 in werking getreden WAMCA in een oplossing voorzien.

4. De onrechtmatigheid en relativiteit bij misleidende financiële verslaggeving en schending publicatieplicht voorwetenschap

4.1. Inleiding

Misleiding van het beleggend publiek kent verschillende verschijningsvormen. Zo kan de misleiding betrekking hebben op een misleidende prospectus die is gepubliceerd in het kader van de aanbidding van effecten aan het publiek of op het moment dat de effecten worden toegelaten op een in de Europese Unie gelegen gereguleerde markt. De misleiding ziet in dat geval met name op misleiding van de primaire markt.⁶⁷ Bij misleiding op de secundaire markt kan gedacht worden aan de situatie dat de beursvennootschap misleidende (periodieke) verslaggeving openbaar maakt, schending van de doorlopende informatieplicht van beursvennootschappen om informatie die als voorwetenschap kwalificeert openbaar te maken en schending van het verbod op informatiemanipulatie.⁶⁸ In dit hoofdstuk beperk ik mij, vanwege de omvang van deze scriptie, tot de gevallen die zien op aansprakelijkheid van de beursvennootschap voor schade veroorzaakt door de publicatie van misleidende financiële verslaggeving en de aansprakelijkheid wegens schending van de verplichting tot tijdige publicatie van voorwetenschap. Aangaande deze twee aansprakelijkheidsgronden wordt in dit hoofdstuk in de eerste plaats onderzocht onder welke omstandigheden sprake is van misleiding. Ten tweede wordt een antwoord gegeven op de vraag of bij vastgestelde onrechtmatigheid ook onrechtmatig is gehandeld *jegens de optiebelegger* (relativiteit).

4.2. Onrechtmatigheid en relativiteit bij misleidende financiële verslaggeving

De grondslag voor aansprakelijkheid van de beursvennootschap voor de publicatie van misleidende financiële verslaggeving wordt gevonden in artikel 6:162 BW, het algemene onrechtmatige daadsleerstuk.⁶⁹ Als onrechtmatige daad wordt aangemerkt 'een doen of nalaten in strijd met een wettelijke plicht of met hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt (...).'⁷⁰ Bij het handelen in strijd met een wettelijke plicht kan gedacht worden aan artikel 336 Sr, dat onder andere het opzettelijk openbaar maken van een onware staat, onware balans of winst- of verliesrekening strafbaar stelt. Verder kan gedacht

⁶⁷ Hoewel een misleidende prospectus ook zeker tot aansprakelijkheid kan leiden indien beleggers schade hebben geleden op de secundaire markt.

⁶⁸ Artikel 12 lid 1 sub c jo. artikel 15 MAR.

⁶⁹ Ten aanzien van de aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen wordt verwezen naar de artikelen 2:139/249 en 2:150/260 BW. Zie verder voor het strafrecht de artikelen 225 Sr en 336 Sr. Vgl. Lamp en Rocha, *Tijdschrift voor jaarrekeningenrecht* 2010, p. 116-122.

⁷⁰ Vgl. artikel 6:162 lid 2 BW.

worden aan artikel 225 Sr dat ziet op valsheid in geschriften. In beide gevallen is (voorwaardelijk) opzet vereist om te komen tot een schending van deze wettelijke plicht.⁷¹ Hoewel deze artikelen van belang kunnen zijn indien het Openbaar Ministerie reeds tot vervolging is overgegaan en er in dat kader reeds een veroordelende uitspraak is, zal de grondslag voor aansprakelijkheid eerder gevonden moeten worden in een schending van de regels van het jaarrekeningenrecht. Daarbij is het van belang om onderscheid te maken tussen de zogenaamde grondnormen van het jaarrekeningenrecht en de bijzondere voorschriften.⁷²

Artikel 2:362 lid 1 BW geeft ten aanzien van de inhoud van de jaarrekening de volgende grondnorm: '[d]e jaarrekening geeft volgens normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd een zodanig inzicht dat een verantwoord oordeel kan worden gevormd omtrent het vermogen en het resultaat, alsmede voor zover de aard van een jaarrekening dat toelaat, omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit van de rechtspersoon.' In de leden 2 en 3 van dit artikel wordt deze grondnorm vervolgens verder uitgewerkt wat betreft de balans met toelichting en de winst- en verliesrekening met toelichting. Indien sprake is van civielrechtelijke misleiding zal veelal tevens een grondnorm van het jaarrekeningenrecht zijn geschonden. Schending van een (bijzonder) jaarrekeningrechtelijk voorschrift betekent echter niet dat daarmee altijd sprake is van civielrechtelijke misleiding. Indien het gaat om open normen waarbij het jaarrekeningtechnische materialiteitsbegrip reeds onderdeel uitmaakt van de norm, zal schending van die norm eerder leiden tot de conclusie dat sprake is van een misleidende jaarrekening, dan wanneer het gaat om een gesloten norm.⁷³ Dit jaarrekeningtechnische materialiteitsbegrip is mede van belang voor het antwoord op de vraag of civielrechtelijk sprake is van misleidende financiële verslaggeving. Zo bepalen de RJ-Richtlijnen dat bij de afweging of sprake is van een materiële fout in de jaarrekening het aankomt of de weglating of onjuiste weergave de economische beslissingen die gebruikers op basis van de jaarrekening nemen, *zou kunnen beïnvloeden*.⁷⁴ In het verlengde van dit

⁷¹ Lamp en Rocha, *Tijdschrift voor jaarrekeningenrecht* 2010, p. 116-122. Zie ook: Dortmond 2013, nr. 262.

⁷² Pijls 2020. Als grondnormen worden gekwalificeerd: artikel 2:362 lid 1-3 BW, artikel 2:391 lid 1 BW en IAS 1.15-24 voor de enkelvoudige en geconsolideerde jaarrekening volgens EU-IFRS.

⁷³ Pijls 2020, par. 3.3. Zie ook: Gerechtshof Amsterdam 28 januari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1789, r.o. 2.3.3.

⁷⁴ RJ 2019/150.103. Van belang zijn mede de omvang en de aard van de fout. Zo zou een kleine fraude vanwege haar aard alsnog kunnen zorgen voor materialiteit. Het enkele feit dat fraudes bij de vennootschap voorkomen kan duiden op het niet op orde zijn van bepaalde controlebeheerssystemen. De IASB kwalificeert informatie van materieel belang overigens anders. Informatie is ingevolge IAS 1.7 materieel indien 'de weglating, onjuiste weergave of versluiering daarvan van invloed *zal zijn* op de beslissingen van de primaire gebruikers van de jaarrekening (...)'. Vgl. Artikel 2 lid 1, aanhef en onder 16, van Richtlijn 2013/34/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde

jaarrekeningtechnische materialiteitsbegrip en in navolging van De Jong⁷⁵, Strik⁷⁶ en recent nog Pijls⁷⁷ zou ik willen aannemen dat wat betreft de civielrechtelijke misleidingsnorm pas sprake is van misleiding indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de foutieve of ontbrekende financiële informatie van materieel belang is voor de (beleggings)beslissingen van de ‘maatman’-gebruiker van de jaarrekening. Deze, aan het *World Online*-arrest⁷⁸ ontleende, maatman vertegenwoordigt de gemiddelde gebruiker van de jaarrekening van de vennootschap. Van hem mag worden verwacht dat hij zich in de jaarrekening verdiept maar hij beschikt niet over enige bijzondere kennis en ervaring.⁷⁹

Vervolgens dient zich de vraag aan of beleggers bescherming kunnen ontleenen aan de jaarrekeningvoorschriften. Hierbij dient allereerst onderscheid gemaakt te worden tussen aansprakelijkheid *van de vennootschap* en aansprakelijkheid *van de bestuurders en/of commissarissen* van de vennootschap. Op grond van artikel 2:139/150 BW is een *bestuurder of commissaris* tegenover derden hoofdelijk aansprakelijk indien door de jaarrekening, door tussentijdse cijfers die de vennootschap bekend heeft gemaakt of door het bestuursverslag een misleidende voorstelling wordt gegeven van de toestand van de vennootschap. Bij gebruikers van de jaarrekening dient niet enkel gedacht te worden aan de aandeelhouders. In artikel 2:139 BW wordt in het kader van misleidende verslaggeving gesproken over ‘derden’. Bij de invoering van artikel 49 WvK, de voorloper van artikel 2:139 BW, werd bij het derden-begrip aan anderen gedacht dan de aandeelhouders en de vennootschap zelf.⁸⁰ Later is in de literatuur onderkent dat ook aandeelhouders onder dit begrip kunnen vallen.⁸¹ Het derden-begrip maakt geen onderscheid tussen beleggers, crediteuren en andere derden. Zij hebben gemeenschappelijk dat zij allen voor een belangrijk deel van de door hen benodigde informatie

financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen, tot wijziging van Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad (*PbEU*, L 182/19).

⁷⁵ De Jong 2010, p. 28. De Jong neemt echter de maatman-belegger tot uitgangspunt. Terecht merkt Pijls op dat veeleer de maatman-gebruiker tot uitgangspunt genomen moet worden, nu de financiële verslaggeving niet slechts bedoeld is om verantwoording af te leggen over het gevoerde beleid (juridische functie) maar de financiële verslaggeving tevens dient als informatiemiddel voor anderen om hun economische beslissingen op te baseren (*disclosure* functie). Zie over de verschillende functies van de jaarrekening verder: Beckman, *Ondernemingsrecht* 2007/71.

⁷⁶ Strik 2010, par. 6.4.3.

⁷⁷ Pijls 2020, par. 3.5.

⁷⁸ HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron (*World Online*).

⁷⁹ Vgl. IAS 1.7. waar in het kader van de jaarrekeningtechnische materialiteitsvraag van de gebruiker van de jaarrekening wordt verwacht dat hij een redelijke kennis van het bedrijfsleven en van economische activiteiten bezit en hij de informatie uit de jaarrekening met toewijding bestudeert en analyseert. Daarbij kan zelfs van deze gebruiker worden verlangd dat hij hulp van een adviseur inroept.

⁸⁰ Verboom, *JOR* 2015/330, par. 4.

⁸¹ Strik 2010, p. 148.

zijn aangewezen op de financiële (jaar)verslaggeving van de vennootschap. Zij moeten hun gedrag kunnen afstemmen op de door de vennootschap verstrekte informatie en moeten bij het nemen of handhaven van hun financiële beslissingen erop kunnen vertrouwen dat het door de vennootschap in haar financiële verslaggeving gepresenteerde beeld niet misleidend is.⁸² Ik zou dan ook willen betogen dat ook beleggers onder de ruime reikwijdte van het derden-begrip vallen. Ook zij zijn wat betreft de informatieverstreking ten aanzien van de financiën van de vennootschap waarin zij aandelen of andere financiële instrumenten bezitten, voor een belangrijk deel afhankelijk van de financiële jaarverslaggeving van de vennootschap.⁸³ In het geval van misleidende financiële verslaggeving handelen de bestuurders dan ook mede onrechtmatig jegens beleggers.

Ten aanzien van de aansprakelijkheid *van de vennootschap* kan worden opgemerkt dat de voorschriften omtrent financiële verslaggeving mede beogen de positie van beleggers te beschermen. Zo merkt de considerans van de Jaarrekeningenrichtlijn 2013 in overweging 3 op: ‘de coördinatie van de nationale voorschriften inzake de indeling en de inhoud van de jaarlijkse financiële overzichten en bestuursverslagen, de waarderingsgrondslagen, alsmede de openbaarmaking van deze stukken, voor wat betreft bepaalde ondernemingsvormen met beperkte aansprakelijkheid, *is van bijzonder belang voor de bescherming van aandeelhouders, van vennoten en van derden.*’⁸⁴ Een dergelijk beschermingsbereik valt eveneens af te leiden uit de Transparantierichtlijn, alwaar in overweging 1 het volgende is opgenomen: ‘De openbaarmaking van accurate, alomvattende en tijdige informatie over effectenuitgevende instellingen wekt een duurzaam vertrouwen bij beleggers en maakt het mogelijk zich een verantwoord oordeel te vormen over de resultaten en het vermogen van deze uitgevende instellingen. Dit komt zowel de beleggersbescherming als de marktefficiëntie ten goede.’⁸⁵ Derhalve zal een belegger ook beschermd worden indien de vennootschap wordt aangesproken uit hoofde van onrechtmatige daad, mits redelijkerwijs aannemelijk is dat de foutieve of ontbrekende financiële informatie van materieel belang is voor de (beleggings)beslissingen van de ‘maatman’-gebruiker van de jaarrekening.

⁸² HR 13 oktober 2006, ECLI:NL:HR:2006:AW2080, r.o. 5.4.1, *JOR* 2006/296, m.nt. H. Beckman (*Vie d’Or*).

⁸³ De Jong 2010, p. 65.

⁸⁴ Richtlijn 2013/34/EU van het Europees Parlement en van de Raad van 26 juni 2013 betreffende de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen, tot wijziging van Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad (*PbEU*, L 182/19).

⁸⁵ Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, (*PbEU*, L 390/38).

4.3. Onrechtmatigheid bij schending publicatieplicht voorwetenschap

Op grond van artikel 17 lid 1 MAR is de uitgevende instelling verplicht voorwetenschap die rechtstreeks op haar betrekking heeft, zo snel mogelijk openbaar te maken. In de definitie van voorwetenschap zijn vier cumulatieve voorwaarden te vinden. Het moet gaan om: 1) niet openbaar gemaakte informatie, die 2) rechtsreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een of meer uitgevende instellingen of financiële instrumenten, die ook 3) concreet is en 4) die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten.⁸⁶

Ik wil mij met name focussen op het vereiste van concreetheid en het vereiste van een significante koersinvloed. Informatie wordt geacht concreet te zijn indien zij ‘betrekking heeft op een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan (...) en indien de informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van bovenbedoelde situatie of gebeurtenis op de koers van de financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten (...).’⁸⁷ Niet vereist is dat voorzienbaar is in welke richting de koers zal bewegen.⁸⁸ Zoals reeds is aangetoond in hoofdstuk 2 kunnen financiële instrumenten dusdanig worden gebruikt dat ook wanneer de richting van de koers onzeker is, geprofiteerd kan worden van de voorwetenschap. Ten aanzien van het vereiste dat de informatie een significante invloed zou moeten kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten, bepaalt lid 4 van artikel 7 MAR dat daaronder moet worden verstaan informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zou maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren.⁸⁹ Ik lees in deze bepaling een als het ware ingebakken materialiteitscriterium: het moet gaan om informatie die voor de redelijk handelende belegger van materieel belang is. Zou dat niet het geval zijn geweest, dan zou deze belegger van deze

⁸⁶ Artikel 7 lid 1 sub a MAR.

⁸⁷ Artikel 7 lid 2, eerste volzin MAR.

⁸⁸ HvJ EU 11 maart 2015, C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162, JOR 2016/304, m.nt. G.T.J. Hoff (*Lafonta/AMF*).

⁸⁹ Naar mijn mening dient lid 4 tot nadere uitlegging van lid 1 maar vervangt zij het vereiste van een significante invloed op de koers niet. Zo zijn er voorbeelden te bedenken waarin de redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zou maken van bepaalde informatie maar waarbij die informatie wellicht wel van invloed is op het handelsvolume maar niet van significante invloed is op de koers. Ook kan gedacht worden aan de situatie waarin de informatie wellicht voor de redelijk handelende belegger van belang zou kunnen zijn maar de prijsvorming van koers zich met name laat bepalen door een bepaalde groep beleggers waarvoor de informatie niet relevant is.

informatie waarschijnlijk ook geen gebruik maken om er zijn beleggingsbeslissingen op te baseren.⁹⁰

Vervolgens dient zich de vraag of de redelijk handelende belegger voor elk financieel instrument dezelfde maatman is. Met andere woorden: biedt de MAR ruimte voor een maatman-optiebelegger, een maatman-aandelenbelegger en een maatman-obligatiebelegger? Anders dan bijvoorbeeld het geval is bij de vraag of sprake is van informatiemanipulatie of misleiding gaat het hier om de koersgevoeligheid van de informatie. Ik kan mij zoals reeds hiervoor is betoogd voorstellen dat bepaalde informatie wel van belang is voor een optiebelegger of aandeelhouder maar niet voor een obligatiehouder. Dit hangt nauw samen met de aard van het financiële instrument. In die zin kan artikel 7 lid 4 MAR onderscheid maken tussen de verschillende soorten beleggers. Indien in een bepaalde zaak de vraag aan de orde is of informatie een significante invloed kan hebben op bijvoorbeeld de obligatiekoers, dan zal gekeken moeten worden of de beleggers die op de obligatiemarkt actief zijn de informatie waarschijnlijk zouden hebben gebruikt om er hun beleggingsbeslissing (gedeeltelijk) op te baseren. Ik zou daarmee echter niet direct willen beweren dat aan deze maatmannen ook verschillende eigenschappen gegeven moeten worden. In het bekende *World Online*-arrest werd in het kader van prospectusaansprakelijkheid overwogen dat bij de vraag of een prospectus misleidend is, moet worden uitgegaan van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt. Van deze maatman-belegger mag verwacht worden dat hij bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen, maar niet dat hij beschikt over specialistische of bijzondere kennis en ervaring (behoudens het geval dat de reclame zich uitsluitend op personen met dergelijke kennis en ervaring richt).⁹¹ Anders dan de vraag of een bepaalde prospectus of overige uitlating misleidend is, gaat het bij de koersgevoeligheid van bepaalde informatie niet zozeer om de eigenschappen van een bepaald soort belegger, maar veeleer om de aard van het financiële instrument waarop de informatie betrekking heeft. Dat een optiebelegger in zeer speculatieve financiële instrumenten belegt, komt mijns inziens dan ook eerder aan de orde bij het leerstuk

⁹⁰ Vgl. Rule 10b-5 van de Securities Exchange Act waar wordt gesproken over ‘material fact’. Daarvan is sprake indien het feit kwalificeert als ‘significant to the reasonable investor’s trading decision’. Zie ten aanzien van het materialiteitscriterium van het ook in de MAR opgenomen verbod tot informatiemanipulatie: Pijls, *Ondernemingsrecht* 2017/89.

⁹¹ HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, r.o. 4.10.3, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron (*World Online*). Vgl. Pijls, *Ondernemingsrecht* 2017/89 over het verschil tussen de ‘World Online-maatman’ en de redelijk handelende belegger van de MAR.

van eigen schuld en dient geen onderwerp te zijn bij het al dan niet koersgevoelig zijn van bepaalde informatie.⁹²

4.4. Relativiteit bij schending publicatieplicht voorwetenschap - algemeen

Ik kom nu toe aan het relativiteitsleerstuk. De ratio achter de verplichting tot publicatie van voorwetenschap die rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling is tweevoudig. Zij bestaat ten eerste in het tegengaan van handel met voorkennis en het beschermen van de marktintegriteit. Hieruit vloeit voort dat het beleggersvertrouwen door de bescherming van de marktintegriteit tevens wordt beschermd.⁹³ Ten tweede dient de verplichting tot openbaarmaking van voorwetenschap ter bevordering van de transparantie van financiële markten.⁹⁴ Daardoor is sprake van een efficiëntere prijsvorming en een accuratere beurskoers. Zo voorkomt de publicatieverplichting bijvoorbeeld dat een uitgevende instelling van een aandeel dat vanwege de nog niet gepubliceerde voorwetenschap eigenlijk 10 euro overgewaardeerd is, door het achterhouden van de voorwetenschap meer geld uit de kapitaalmarkt kan halen dan economisch gerechtvaardigd is. De publicatieplicht voorkomt met andere woorden inefficiënte allocatie van het op de kapitaalmarkt beschikbare kapitaal.

In de literatuur bestaat discussie omtrent het antwoord op de vraag of beleggers ook beschermd worden indien er sprake is van een schending van de publicatieplicht maar deze schending niet heeft geleid tot handel met voorwetenschap. Door Busch wordt, met een beroep op het arrest *Immofinanz*,⁹⁵ betoogd dat het Europese effectiviteitsbeginsel meebrengt dat een vordering tot schadevergoeding wegens schending van de MAR niet mag afstuiten op het relativiteitsvereiste. De MAR zou namelijk niet alleen de marktintegriteit bevorderen maar tevens ook nadrukkelijk de bescherming van beleggers op het oog hebben.⁹⁶ Het effectiviteitsbeginsel voorkomt dat de civielrechtelijke voorwaarden waaronder een gedupeerde belegger over kan gaan tot schadeverhaal wegens schending van een

⁹² Ik sluit niet uit dat bij de beantwoording van de vraag of van bepaalde uitlatingen een onjuist of misleidend signaal is uitgegaan, en dus of er sprake is van informatiemanipulatie in de zin van artikel 12 lid 1 sub c MAR, wel gedifferentieerd kan worden tussen de verschillende soorten beleggers. Dit heeft als nadeel dat er binnen de MAR verschillende maatman-beleggers zouden kunnen ontstaan al naar gelang het soort financiële instrument waarin door de belegger is geïnvesteerd.

⁹³ Vgl. randnummers 3, 4, 8 laatste volzin, 24 en 49 considerans MAR.

⁹⁴ Stevens 2018, p. 227-228 met verdere verwijzingen.

⁹⁵ HvJ EU 19 december 2013, C-174/12, ECLI:EU:C:2013:856 (*Alfred Hirmann/Immofinanz AG*).

⁹⁶ Busch, *FR* 2016, p. 532-533. Zie ook: Busch 2018, p. 494-495.

marktmisbruikbepaling van de MAR dusdanig zijn dat de gedupeerde belegger zijn schade niet of uiterst moeilijk vergoed kan krijgen.

Een eerste indicatie dat de geschonden norm mede strekt tot bescherming tegen de schade zoals die door een belegger is gesteld, is dat door de wetgever reeds is opgemerkt ‘daar waar de consument schade lijdt als gevolg van een overtreding van dit voorstel ook [zal] worden voldaan aan het relativiteitsvereiste van artikel 6:163 BW. Dit voorstel heeft immers mede tot doel consumenten te beschermen tegen onbehoorlijk handelen van financiële ondernemingen.’⁹⁷ Ook de tweede ratio voor de publicatieverplichting van voorwetenschap pleit voor aannahme van relativiteit. Door het niet publiceren van de voorwetenschap ontstaat een inefficiëntie in de koers terwijl de publicatieplicht juist tot doel heeft de marktefficiëntie te bevorderen.

Door de overgang van de publicatieverplichting van Wft naar de MAR is het de vraag of de mening van de Nederlandse wetgever er daadwerkelijk nog toe doet. Hoewel de MAR aanknopingspunten bevat voor de tweede ratio van de publicatieverplichting, wordt zij niet als expliciet doel in de MAR genoemd. Vanuit de eerste ratio van de publicatieverplichting, het tegengaan van de handel met voorwetenschap, kan worden beargumenteerd dat de geschonden norm slechts strekt tot bescherming tegen de schade van de (optie)belegger indien er ook daadwerkelijk is gehandeld met voorwetenschap. Is dat niet het geval, dan is de integriteit van de markt niet aangetast.⁹⁸

Onder het oude recht is in de rechtspraak (impliciet) aangenomen dat ook zonder (het stellen van) het aanwezig zijn van handel met voorwetenschap, de afwezigheid van deze handel niet aan schadevergoeding in de weg hoeft te staan. Zo oordeelde de Rechtbank Midden-Nederland in de zaak *VEB/Ziggo* dat Ziggo door het niet publiceren van de gevorderde uitkoopprijs (een essentieel onderdeel van de door Ziggo gestarte uitkoopprocedure) onrechtmatig had gehandeld jegens de beleggers die op basis van onvolledige informatie hadden gehandeld.⁹⁹ Niet gebleken is dat zich ook daadwerkelijke handel met voorwetenschap had voorgedaan en

⁹⁷ *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 393. Nadien is de verplichting tot publicatie van voorwetenschap uit de Wft verdwenen en opgenomen in de MAR. Zie verder *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3 (MvT), p. 28-29 waaruit blijkt dat ook het bevorderen van transparantie op de effectenmarkt een van de doelen is.

⁹⁸ Stevens 2018, p. 228-229.

⁹⁹ Rechtbank Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, r.o. 4.16, m.nt. G.T.J. Hoff.

de markt om die reden niet meer integer was. Ik voel mij dan ook geneigd om op grond van de tweede ratio van de publicatieplicht en de eerdere opvattingen die op grond van de Marktmisbruik Richtlijn over dezelfde bepalingen in de Nederlandse rechtssfeer zijn ontstaan,¹⁰⁰ te concluderen dat de publicatieplicht mede strekt ter bescherming tegen de schade zoals die door de belegger is geleden. De publicatieplicht verzekert dat de belegger door de uitgevende instelling wordt voorzien van betrouwbare, volledige en actuele informatie zodat hij op basis daarvan zijn beleggingsbeslissingen kan nemen.¹⁰¹

4.5. Publicatieplicht voorwetenschap ten aanzien van opties

De definitiebepaling van voorwetenschap, artikel 7 lid 1 sub a MAR, maakt expliciet duidelijk dat het voorwetenschapsbegrip ziet op informatie die betrekking heeft op een uitgevende instelling en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van een of meer financiële instrumenten, of daarvan afgeleide financiële instrumenten.¹⁰² Ook opties vallen onder de definitie van financieel instrument.¹⁰³ Voor de vraag of de informatie een significante invloed zal hebben op de koers is het van belang dat onderscheid wordt gemaakt naar de *aard* van het betreffende financiële instrument.¹⁰⁴ Zo zal informatie die koersgevoelig is voor aandelen in veel gevallen niet koersgevoelig hoeven te zijn voor de obligatiekoers. De significante koersinvloed zal bij opties daarentegen, veelal samenlopen met de significantie van het onderliggende aandeel.

Dient de uitgevende instelling ook rechtstreeks op haar betrekking hebbende voorwetenschap te publiceren die slechts een significante invloed heeft op de optiekoers, ook al heeft de uitgevende instelling zelf niet verzocht om of ingestemd met de toelating van de opties tot de gereguleerde markt? Artikel 17 lid 1 alinea 3 MAR maakt duidelijk dat de verplichting tot openbaarmaking van voorwetenschap alleen van toepassing is op uitgevende instellingen die verzocht hebben om of ingestemd hebben met de toelating van hun financiële instrumenten tot

¹⁰⁰ Zo is de AFM nog altijd van oordeel dat de publicatieverplichting mede ziet op het bevorderen van een transparante markt. Zie: AFM 2016, p. 4 (online). Opgemerkt dient te worden dat bij de omzetting van de Transparantierichtlijn van de gelegenheid gebruik werd gemaakt om de publicatieplicht van voorwetenschap in Hoofdstuk 5.1A Wft op te nemen, te midden van de andere bepalingen omtrent de informatieverstrekking. Vgl. randnummers 1 en 2 van de considerans van de Transparantierichtlijn alwaar transparantie jegens beleggers naast het bevorderen van marktefficiëntie als een van de doelen van de richtlijn wordt genoemd.

¹⁰¹ Vgl. Hoff 2013 2013, par. 20.4.

¹⁰² Ik heb hier over informatie die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een of meer uitgevende instellingen en niet over informatie die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een of meer financiële instrumenten. Voor die laatste categorie geldt immers niet de publicatieverplichting van artikel 17 MAR.

¹⁰³ Artikel 3 lid 1 sub 1 MAR jo. artikel 4 lid 1 punt 15 Richtlijn 2014/65/EU.

¹⁰⁴ De Kluiver 2017, p. 115.

de handel op een gereguleerde markt in een lidstaat.¹⁰⁵ Dit toepassingsgebied is beperkter dan het algemene toepassingsgebied van de MAR. Artikel 2 lid 1 sub a MAR bepaalt namelijk dat de MAR van toepassing is op financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of waarvoor toelating tot de handel op een gereguleerde markt is aangevraagd. Het beperktere toepassingsgebied van de publicatieverplichting van artikel 17 MAR voorkomt dat een uitgevende instelling wordt geconfronteerd met een publicatieplicht, terwijl zij zelf niet heeft verzocht om of heeft ingestemd met de toelating van haar financiële instrumenten tot de handel op een gereguleerde markt. Dit beperktere toepassingsgebied kan op twee manieren worden uitgelegd. In de eerste plaats kan dit toepassingsbereik inhouden dat de uitgevende instelling enkel aan de verplichting van artikel 17 MAR is gebonden ten aanzien van die financiële instrumenten waarvoor zij verzocht heeft om of ingestemd heeft met de toelating van deze financiële instrumenten tot de gereguleerde markt. Een andere lezing houdt in dat, zolang de uitgevende instelling wel zelf heeft verzocht om of ingestemd heeft met de toelating van een financiële instrument tot de gereguleerde markt, de publicatieplicht ook geldt indien de voorwetenschap van significante invloed kan zijn op de koers van een van dit financiële instrument afgeleid financieel instrument, ook al heeft de uitgevende instelling niet met de toelating van dit afgeleide financiële instrument tot de handel op de gereguleerde markt ingestemd. Het afgeleide financiële instrument is dan afgeleid van het met instemming van de uitgevende instelling op de markt toegelaten financiële instrument. Deze uitbreiding vindt zijn grondslag niet zozeer in artikel 17 MAR maar veeleer in het voorwetenschapsbegrip van artikel 7 lid 1 sub a jo. lid 4 MAR, alwaar ook informatie die een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van afgeleide financiële instrumenten als voorwetenschap kwalificeert.

In het kader van de toenmalige Richtlijn Marktmisbruik¹⁰⁶ overwoog de ESMA ten aanzien van dividenden in haar Q&A het volgende:

‘ESMA reminds issuers that they should consider any relevant information related to dividend payments and policies as inside information, should this information be likely to have a significant effect on the prices of either the issuer’s shares or related derivatives or both. Like any inside information, it should be disclosed as soon as possible, according to Article 6 of MAD (...).’¹⁰⁷

¹⁰⁵ Ik laat de handel op een MTF of een OTF hier buiten beschouwing.

¹⁰⁶ Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie, (*PbEG*, L 96/16).

¹⁰⁷ ESMA, *ESMA* 2016/419, p. 4-5.

De ESMA lijkt ervan uit te gaan dat de publicatieplicht tevens geldt indien van de informatie geen significante koersinvloed valt te duchten ten aanzien van de aandelen, maar wel ten aanzien van afgeleide financiële instrumenten zoals opties. Hierbij kan gedacht worden aan aanstaande (kleine) dividenduitkeringen. Vanwege het hefboomeffect dat inherent is aan het beleggen met opties kan een aanstaande dividenduitkering die niet significant is voor de onderliggende aandelenkoers wel significant zijn voor de optiekoers.¹⁰⁸ In de praktijk zal informatie die significant is voor de beurskoers van het onderliggende aandeel veelal ook significant zijn voor de optieprijs. De plicht tot publicatie van voorwetenschap lijkt volgens de ESMA niet afhankelijk van de vraag of de opties ook door de uitgevende instelling zijn uitgegeven.¹⁰⁹ Zijn de opties wel met instemming van de uitgevende instelling toegelaten tot de handel dan heeft de uitgevende instelling in ieder geval de verplichting om voorwetenschap die op deze uitgevende instelling ziet openbaar te maken.

4.6. Relativiteit in het geval van misleiding van optiebeleggers

De vraag omtrent de aanwezigheid van relativiteit in het geval van misleiding van optiebeleggers is een rechtspolitieke vraag die naar mijn mening voor alle misleidingsvormen hetzelfde is.¹¹⁰ Door De Jong is opgemerkt dat slechts ten aanzien van financiële instrumenten die met medewerking van de uitgevende instelling zijn uitgegeven aan het vereiste van relativiteit ex artikel 6:162 lid 1 BW is voldaan.¹¹¹ Het gaat er dan om dat de uitgevende instelling ook *jegens* de houder van het financiële instrument onrechtmatig heeft gehandeld. Nu opties veelal niet door de uitgevende instelling zelf, of met haar toestemming, op de markt worden gebracht zou een argument tegen bescherming van optiebeleggers kunnen zijn dat de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling teveel wordt uitgebreid indien zij ook aansprakelijk is jegens optiebeleggers. De uitgevende instelling heeft weliswaar een potentiële aansprakelijkheid op zich genomen ten aanzien van de aandelen die zij op de markt heeft

¹⁰⁸ Stevens 2018, p. 266.

¹⁰⁹ Zie ook Stevens 2018, p. 266. Vgl. De Kluiver 2017, p. 115. Ik merk op dat de preambule van de MAR echter niet per definitie van de hierboven genoemde tweede lezing lijkt uit te gaan. Zo wordt in randnummer 49 het volgende overwogen: '[d]e uitgevende instelling moet voorwetenschap alleen openbaar maken indien zij een verzoek om toelating tot de handel voor *het* financiële instrument heeft ingediend of daarvoor toestemming heeft gegeven.' [toevoeging en cursivering H.W.H]. De preambule spreekt hier niet over *een* financieel instrument maar *het* financiële instrument.

¹¹⁰ Ten aanzien van bestuurdersaansprakelijkheid op grond van artikel 2:139 BW kan evenwel worden geredeneerd dat in dat geval de relativiteitskeuze al door de wetgever is gemaakt. De relativiteit zoals die naar voren komt in het algemene onrechtmatige daadsrecht speelt hier niet.

¹¹¹ De Jong 2010, p. 71.

gebracht, maar zij kan geen invloed uitoefenen op het aantal opties dat op de markt wordt gebracht door de schrijvers van de opties. Het zou volgens die redenering verstrekkend zijn indien de uitgevende instelling ook die aansprakelijkheid op zich zou moeten nemen. In het verlengde hiervan ligt het argument dat, vanwege het onbekende aantal opties, de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling in potentie onbeperkt is. Deze stelling is in de Amerikaanse rechtspraak reeds verworpen (zie hierna hoofdstuk 5 paragraaf 5.4.2). In *Deutschman*¹¹² oordeelde de Amerikaanse rechter dat hoewel het juist is dat de uitgevende vennootschap van de onderliggende aandelen geen of slechts beperkte invloed heeft op het aantal opties in de handel, dit niet afdoet aan de *scope* van Rule 10b-5 (de Amerikaanse equivalent van het marktmanipulatieverbod). Rule 10b-5 beperkt aansprakelijkheid tot hen die deelnemen aan de markt. Nu optiebeleggers ook deelnemen aan deze markt en ook zij bescherming verdienen tegen misleiding, kan volgens de Amerikaanse rechter niet worden gezegd dat de aansprakelijkheid jegens optiebeleggers ervoor zou zorgen dat er geen enkele limiet op de aansprakelijkheid zou zijn.

Een beter criterium dan het criterium of de uitgevende instelling heeft verzocht om of heeft ingestemd met de toelating van het financiële instrument tot de handel op de gereguleerde markt lijkt mij dan ook of het financiële instrument wordt verhandeld op een markt die gereguleerd wordt door Mifid II. Dit sluit aan bij het toepassingsbereik van de MAR.¹¹³ Zoals gezegd maakt de MAR geen onderscheid tussen soorten financiële instrumenten. Indien de aandelen van een uitgevende instelling op de gereguleerde markt worden verhandeld, moet de uitgevende instelling mijns inziens tevens rekening houden met het feit dat er optiecontracten zullen worden afgesloten met het uitgegeven aandeel als onderliggende waarde. Ook zie ik wat betreft de zorgplicht van de uitgevende instelling geen direct verschil tussen bijvoorbeeld werknemersopties die door de uitgevende instelling zijn uitgegeven en andere vergelijkbare opties die door een bank op de markt worden gebracht. In beide gevallen is de MAR van toepassing en ten aanzien van beide financiële instrumenten is de uitgevende instelling verplicht om concrete, niet openbare informatie die rechtstreeks op de uitgevende instelling betrekking heeft en een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van dat financiële instrument zo snel mogelijk openbaar te maken.

¹¹² *Deutschman v. Beneficial Corp.*, 841 F.2d 502, 507 (3d Cir. 1988).

¹¹³ Vgl. artikel 1 jo. artikel 3 lid 1 onder 6, 7 en 8 MAR.

5. Causaliteit en schade bij misleiding van optiebeleggers

5.1. Inleiding

In dit laatste hoofdstuk wordt stilgestaan bij de leerstukken van causaliteit en schadeberekening in het geval van misleiding van optiebeleggers. Tenzij anders aangegeven abstraheer ik van de verschillende verschijningsvormen van de misleiding en ga ik er bij het causaliteitsleerstuk vanuit dat misleiding heeft plaatsgevonden in de vorm van het geven van een te positieve voorstelling van de vennootschap. Ten aanzien van het causaliteitsleerstuk is het van belang reeds hier onderscheid te maken tussen de twee treden die daarin te onderscheiden zijn. Eerst dient het *condicio sine qua non*-verband ('csqn-verband') te worden vastgesteld. Dit verband behelst kort gezegd dat de onrechtmatige handeling of omissie een noodzakelijke voorwaarde is voor het ontstaan van de schade. Vervolgens dient te worden gezien of de geleden schade in een zodanig verband staat met de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust dat zij hem als gevolg van deze gebeurtenis kan worden toegerekend (artikel 6:98 BW). Bij door optiebeleggers geleden (koers)schade is het bovenstaande met name van belang nu de daling van de beurskoers mede of volledig kan zijn veroorzaakt door externe factoren. Derhalve dient in rechte vast komen te staan of, en zo ja, voor welk deel, de koersdaling te wijten is aan de misleiding. Paragraaf 2 behandelt het vereiste csqn-verband. In paragraaf 3 wordt vervolgens ingegaan op de schadebegroting. In dat kader worden verschillende scenario's uitgewerkt waarin de optiebelegger schade heeft geleden. Ten slotte wordt in paragraaf 4 een antwoord gezocht op de vraag op welke partij de bewijslast rust ten aanzien van het causaal verband en de schade.

5.2. Het *condicio sine qua non*-verband

Het csqn-verband behelst het oorzakelijke verband tussen de onrechtmatige handeling of omissie en de ontstane schade. In de literatuur en rechtspraak is op verschillende wijzen inkleding gegeven aan het csqn-verband bij koersschade op de beurs. In het kader van prospectusaansprakelijkheid schetste A-G Timmerman in zijn conclusie bij het *World Online*-arrest het csqn-verband als volgt:

‘Het csqn-verband bestaat uit twee schakels. De eerste schakel betreft het verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing (...); de tweede schakel ziet op het causale verband tussen de misleiding en de schade van de belegger die samenhangt met de koersdaling na het bekend worden van de misleiding (...).’¹¹⁴

De Hoge Raad neemt in zijn arrest de eerste schakel – zij het in andere bewoordingen – over, terwijl de Hoge Raad zich niet verder uitlaat over de tweede door Timmerman genoemde schakel:

‘Dit betekent derhalve dat in beginsel aangenomen moet worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet – of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden – tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan.’¹¹⁵

De eerste schakel is een zuivere causaliteitsvraag. De tweede schakel kan tevens worden gezien als een schadevaststellingsvraag. Vanwege de nauwe samenhang met de schadevaststelling behandel ik deze schakel in paragraaf 5.3. Mijns inziens terecht, wees De Jong er naderhand in zijn proefschrift op dat de eerste schakel van het csqn-verband, zoals deze door Timmerman en de Hoge Raad is aangenomen, de suggestie wekt dat het csqn-verband niet kan worden aangetoond indien een belegger niet daadwerkelijk is afgegaan op de misleidende informatie. Een belangrijk kenmerk van misleiding op de beurs is nu juist dat de misleidende informatie de marktprijs kan beïnvloeden en de misleiding in dat geval doorwerkt in de voorwaarden waartegen de individuele belegger de transactie aangaat.¹¹⁶ In dit zogenaamde marktmodel is het voldoende indien de marktprijs is beïnvloed en de belegger op de zuiverheid van de markt heeft vertrouwd.¹¹⁷ Het is mede om die reden dat De Jong het begrip transactiecausaliteit introduceert als alternatief voor Timmermans eerste schakel van het csqn-verband. Om te komen tot het oordeel dat er sprake is van transactiecausaliteit dienen twee vragen te worden gesteld: 1) zou de marktprijs hetzelfde of gunstiger zijn geweest?; en 2) zou de belegger de transactie wel of niet hebben verricht tegen de marktprijs die zonder de misleiding tot stand zou zijn gekomen?¹¹⁸ De eerste vraag gaat uit van het marktmodel, de tweede vraag gaat uit van het reliance-model waarin bij de beleggingsbeslissing wel (direct of indirect) is vertrouwd

¹¹⁴ Concl. A-G L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2009:BH2162, randnummer 4.7.5.2, bij HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, *NJ* 2014/201 m.nt. C.E. du Perron (*World Online*).

¹¹⁵ HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, r.o. 4.11.2, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron (*World Online*).

¹¹⁶ De Jong 2010, p. 48.

¹¹⁷ De Jong, *Ondernemingsrecht* 2016/25, par. 3.1.

¹¹⁸ De Jong 2010, p. 48-49.

op de misleidende informatie. Er is sprake van transactiecausaliteit indien de belegger de transactie wel zou hebben verricht maar dan tegen een lagere marktprijs of wanneer de belegger de transactie zonder de misleiding in het geheel niet had verricht (al dan niet tegen de dan geldende marktprijs).¹¹⁹

Toegepast op opties en optiebeleggers kunnen de volgende vragen worden gesteld om de eerste schakel van het csqn-verband (de transactiecausaliteit) vast te stellen voor opties die zijn gekocht *tijdens* de misleiding. De eerste vraag is of de misleiding van invloed is geweest op de uitoefenprijzen van de optie en de bijbehorende premie van de optie. De tweede vraag is of de optiebelegger de optie zonder misleiding (al dan niet tegen de dan geldende uitoefenprijs en premie) zou hebben gekocht. Ook hier kan vervolgens het onderscheid worden gemaakt tussen optiebeleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij in het geval zonder misleiding een optie hadden gekocht tegen gunstigere voorwaarden en optiebeleggers die de optie in het geheel niet hadden gekocht (ook niet bij een lagere uitoefenprijs en premie).¹²⁰ In hoeverre deze optiebeleggers daadwerkelijk moeten zijn afgegaan op de misleidende informatie om de transactiecausaliteit vast te stellen, komt in paragraaf 5.4 aan de orde. Ik beperk mij in deze scriptie tot het geval waarin de optiebelegger zich op het standpunt stelt dat hij de optie zonder de misleiding niet tegen dezelfde voorwaarden zou hebben gekocht.

Een bijzonderheid die zich voordoet bij de misleiding van optiebeleggers is dat niet alleen opties die *tijdens* de misleiding zijn gekocht beïnvloed kunnen worden door de misleiding. Het is ook mogelijk dat een optie weliswaar *voor* de misleiding is gekocht en dat de premie en uitoefenprijs derhalve niet door de misleiding zijn geïnfleteerd, maar dat de belegger desalniettemin zijn optie zonder de misleiding niet in het tijdvak van de misleiding had uitgeoefend. Dit kan het geval zijn indien de optie zonder de misleiding *out of the money* was geweest, terwijl de optie door de misleiding *in the money* was op het moment dat de optie door de optiebelegger werd uitgeoefend. Mijns inziens kan de eerste schakel van het csqn-verband voor deze belegger worden aangenomen indien vast komt te staan dat de koers was beïnvloed door de misleidende informatie of omissie. In dat geval zal ook de beslissing om de optie uit te oefenen door de misleiding zijn beïnvloed. Was de optie zonder de misleiding *out of the money* geweest, dan had de optiebelegger de optie immers niet *kunnen* uitoefenen.

¹¹⁹ De Jong 2010, p. 49-50.

¹²⁰ Zie voor de verschillende grondslagen waarop normale beleggers hun vorderingen kunnen baseren: Pijls, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2009, p. 131-142.

5.3. Schadevaststelling; een schets van verschillende scenario's waarin optiebeleggers schade lijden

5.3.1. Inleiding

Uitgangspunt bij het aansprakelijkheidsrecht is dat de gelaedeerde zoveel mogelijk wordt gebracht in de situatie waarin hij zonder de onrechtmatige daad zou hebben verkeerd.¹²¹ Dit impliceert dat bij de schadevaststelling een vergelijking dient te worden gemaakt tussen de situatie waarin de gelaedeerde feitelijk is komen te verkeren en de hypothetische situatie waarin de gelaedeerde zou hebben verkeerd zonder de misleiding.¹²² Het schadebegrip omvat daarmee verschillende elementen. Zo kan onderscheid worden gemaakt tussen een vergelijkingselement (wat staat voor het verschil tussen feitelijke situatie en hypothetische situatie), een causaal element (slechts de schade die is veroorzaakt door de misleiding komt in beginsel voor vergoeding in aanmerking) en een hypothetisch element (hoe zou de situatie zijn geworden als de misleiding niet had plaatsgevonden).¹²³ De tweede schakel van het csqn-verband en de vraag naar het bestaan van schade zijn hier uitwisselbare perspectieven. Bezien vanuit de misleidende informatie is het de vraag of de misleidende informatie wel heeft geleid tot schade. Bezien vanuit de gestelde schade is het de vraag of deze schade wel is veroorzaakt door de misleidende informatie.¹²⁴ Ik plaats deze vraag in dit onderzoek in het verband van de schadevaststelling, maar zij had evenwel bij de bespreking van de tweede schakel van het csqn-verband aan de orde kunnen komen. Echter, de wegdenkoefening zal telkens dienen plaats te vinden, waarbij de toestand zoals deze in werkelijkheid is, wordt vergeleken met de toestand zoals deze zonder de misleiding zou zijn geworden.

Voor de volgende deelparagraaf ga ik ervan uit dat de uitoefenprijzen en de bijbehorende premies daadwerkelijk door de misleiding zijn beïnvloed, zodat de eerste schakel van het csqn-verband reeds in rechte vaststaat.

¹²¹ Asser/Sieburgh 6-II 2017/31. Zie ook: Brahn en Reehuis 2015, p. 405.

¹²² Lindenberg 2014, p. 16. Zie ook: HR 28 maart 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF3067, NJ 2003, 389 (V./Branderhorst).

¹²³ Bloembergen 1965, nr. 12 e.v.

¹²⁴ Pijls, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2009, p. 135-136. Zie ook: Akkermans 2002, p. 27-30.

5.3.2. Een schets van scenario's waarin de optiebelegger schade kan lijden

Door Pijls en Eijkelenboom zijn reeds twee scenario's geschetst waarin een belegger schade kan lijden aan de aandelen die hij heeft gekocht door uitoefening van een *call* optie.¹²⁵ Ik wil op deze scenario's voortborduren door nog enkele andere scenario's te schetsen waarin de belegger mijns inziens eveneens schade lijdt. In alle scenario's blijft de misleiding constant.

Scenario 1: Optie is tijdens de misleiding gekocht en ook tijdens de misleiding uitgeoefend

Een eerste geval waarin een (optie)belegger schade lijdt doet zich voor indien hij de optie tijdens de misleiding heeft gekocht en hij de optie tevens tijdens de misleiding heeft uitgeoefend. Zijn schade kan door middel van het volgende getallenvoorbeeld inzichtelijk worden gemaakt. Stel dat de beurskoers van aandeel X door de misleiding €20 bedraagt, terwijl zij zonder misleiding €17 zou zijn geweest. De koers is dus met €3 geïnfleteerd. Optiebelegger A heeft ten tijde van de misleiding een optie gekocht met een uitoefenprijs van €16 welke uitoefenprijs door de misleiding ook is geïnfleteerd en in het geval zonder misleiding €14 zou zijn geweest. Terwijl A de aandelen die hij heeft gekocht na uitoefening van de optie nog houdt, komt de misleiding uit. Als gevolg van het bekend worden van de misleiding daalt de koers van het aandeel van €20 naar €12.¹²⁶ De belegger stelt dat hij zonder de misleiding zijn optie, en dus na uitoefening de litigieuze aandelen, zonder de misleiding tegen gunstigere voorwaarden zou hebben verkregen. Zowel de door A betaalde optiepremie als ook de uitoefenprijs van het aandeel zijn door de misleiding geïnfleteerd. Zo betaalde A €4 optiepremie terwijl hij zonder misleiding €3 premie zou hebben betaald. Door de misleiding betaalde A verder door uitoefening van de optie €16 voor een aandeel dat in feite €17 waard bleek te zijn, terwijl in het geval zonder misleiding hij €14 had betaald voor een aandeel dat €17 waard was. De schade van A bedraagt dan ook in beginsel €3 (€2 inflatie in de uitoefenprijs en €1 inflatie in de betaalde premie).

Daarnaast kan worden gesteld dat in dit voorbeeld tevens sprake is van €5 gevolgschade aangezien de koers niet slechts daalt naar €17 maar naar €12. Deze verdere koersdaling staat in csqn-verband met de misleiding. Het is de vraag of deze gevolgschade op grond van artikel 6:98 BW aan de aansprakelijke partij kan worden toegerekend.

¹²⁵ Eijkelenboom en Pijls, *Ondernemingsrecht* 2017/45, p. 265-266.

¹²⁶ Er wordt slechts schade op de aandelen geleden voor zover de optiebelegger de aandelen die hij door uitoefening heeft verworven niet voor het uitkomen van de misleiding heeft verkocht. Was dit wel het geval geweest dan had de optiebelegger geen schade geleden. Na het uitkomen van de misleiding loopt niet alleen de inflatie uit de koers maar kunnen ook andere factoren zoals een verlies van vertrouwen in het management zorgen voor een daling in de koers die groter is dan de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie.

Scenario 2: Optie is tijdens de misleiding gekocht en ook tijdens de misleiding uitgeoefend, maar geen gevolgschade

Stel dat de beurskoers van aandeel X door de misleiding wederom €20 bedraagt, terwijl zij zonder misleiding €17 zou zijn geweest. De koers is dus met €3 geïnfleteerd. Optiebelegger A heeft ten tijde van de misleiding een optie gekocht met een uitoefenprijs van €16 welke uitoefenprijs door de misleiding ook is geïnfleteerd en in het geval zonder misleiding €14 zou zijn geweest. Terwijl A de aandelen die hij heeft gekocht na uitoefening van de optie nog houdt, komt de misleiding uit. Als gevolg van het bekend worden van de misleiding daalt de koers van het aandeel van €20 naar €17. Slechts de door de misleiding veroorzaakte inflatie loopt in dit geval dus uit de koers. De schade van A is in dit geval nog steeds €3 (€2 inflatie in de uitoefenprijs en €1 inflatie in de betaalde premie). Dat A het aandeel voor €16 heeft gekocht betekent niet dat hij een voordeel behaalt van €1. Hij betaalde nog steeds €16 voor een aandeel dat in werkelijkheid €17 waard was terwijl hij anders €14 had betaald. De premie meegerekend, betaalde A €20 voor een aandeel dat in feite €17 waard was, terwijl hij in de situatie zonder misleiding €17 had betaald. Optiebelegger A behaalt dan ook geen voordeel in deze situatie, maar zijn nadeel wordt verkleind nu er in dit geval geen gevolgschade is.

Scenario 3: Optie is voor de misleiding gekocht en tijdens de misleiding uitgeoefend

Een derde scenario is het geval waarin de uitoefenprijs niet onder invloed van misleiding tot stand is gekomen maar waarin de optie door de misleiding is uitgeoefend, terwijl de optie zonder de misleiding niet uitgeoefend had kunnen worden. Stel dat de beurskoers van aandeel X door de misleiding wederom €20 bedraagt, terwijl zij zonder misleiding €17 zou zijn geweest. De koers is dus wederom met €3 geïnfleteerd. Optiebelegger A heeft voorafgaand aan de misleiding een optie gekocht met een uitoefenprijs van €18. Aangezien deze optie is gekocht voordat er sprake was van misleiding is de uitoefenprijs van deze optie niet geïnfleteerd. In het tijdvak wordt de optie echter uitgeoefend door A, ofwel omdat de optie in het tijdvak van de misleiding afloopt, ofwel omdat de optiebelegger (in het geval van een *American* optie) afgaat op de geïnfleteerde beurskoers en besluit dat dit een mooie gelegenheid is om de optie uit te oefenen. Terwijl A de door de uitoefening verkregen aandelen nog houdt, komt de misleiding uit en daalt de beurskoers wederom naar €12.

De schadevaststelling is afhankelijk van de wijze waarop de gedupeerde belegger zijn vordering insteekt. Optiebelegger A zou ten eerste kunnen stellen dat hij bij afwezigheid van

de misleiding het aandeel ook zou hebben gekocht maar dan op de beurs. Zijn schade bestaat dan uit het verschil tussen de prijs die hij door uitoefening van de optie voor het aandeel X daadwerkelijk heeft betaald en de hypothetische beurskoers waarvoor hij het aandeel X in het geval zonder misleiding had kunnen kopen. In casu betekent bovenstaande dat A €1 schade heeft geleden. Daarnaast is ook hier sprake van €5 gevolgschade. Deze gevolgschade staat in csqn-verband met de misleiding. Evenals in scenario 1 is het wat deze schade betreft de vraag of deze schade op grond van artikel 6:98 BW aan de misleidende vennootschap kan worden toegerekend.

In de tweede plaats zou optiebelegger A zich op het standpunt kunnen stellen dat hij de optie enkel en alleen heeft uitgeoefend omdat deze optie door de misleiding *in the money* was. In het hypothetische geval zonder misleiding zou de optie *out of the money* zijn geweest en zou hij het litigieuze aandeel in het geheel niet, ook niet op de beurs, hebben gekocht. Ook in dit geval is de totale schade €6, namelijk het verschil tussen de prijs die A voor het aandeel heeft betaald (€18) en de prijs die het aandeel heeft na het uitkomen van de misleiding (€12). Hierbij geldt wel de vooronderstelling dat A het geld op een renteloze spaarrekening zou hebben gezet. Indien uit de omstandigheden van het geval blijkt dat A in het hypothetische geval zonder misleiding in een ander beleggingsobject zou hebben geïnvesteerd, dient rekening gehouden te worden met de mogelijke opbrengsten en verliezen die aan deze investering zouden zijn verbonden. De reeds genoemde €6 schade bestaat ook in dit geval uit €1 inflatie en €5 gevolgschade. Ook in dit geval is het de vraag of deze gevolgschade op grond van artikel 6:98 BW voor vergoeding in aanmerking komt. Betoogd kan evenwel worden dat deze gevolgschade in dit geval eerder voor vergoeding in aanmerking zou moeten komen, nu de belegger in dit geval het aandeel juist heeft gekocht omdat de optie door de misleiding *in the money* was. Indien er geen sprake was geweest van misleiding zou deze belegger het aandeel in het geheel niet (dus ook niet op de beurs) hebben gekocht. In tegenstelling tot het hiervoor genoemde standpunt waarbij de belegger het aandeel goedkoper op de beurs zou hebben gekocht, bestaat in dit geval tevens een csqn-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de belegger om het aandeel te kopen.

Scenario 4: Optie is tijdens de misleiding gekocht, maar uitoefendatum ligt op datum na uitkomen misleiding; optie zou in hypothetische situatie 'in the money' zijn geweest

Stel wederom dat de beurskoers ten tijde van de misleiding €20 bedraagt, terwijl zij zonder misleiding €17 zou zijn geweest. De beurskoers is dus met €3 geïnflateerd. Optiebelegger A

heeft ten tijde van de misleiding een optie gekocht met een uitoefenprijs van €16. Ook deze uitoefenprijs is door de misleiding geïnfleteerd en zou in het geval zonder misleiding €14 zijn geweest. Nog voordat A de optie heeft uitgeoefend of had kunnen uitoefenen, komt de misleiding uit en daalt de beurskoers naar €12. De optie loopt vervolgens waardeloos af aangezien de beurskoers onder de uitoefenprijs blijft. Wat is in dit geval de schade van de optiebelegger? De optiebelegger stelt dat hij zonder de misleiding de optie tegen gunstigere voorwaarden zou hebben gekocht.¹²⁷ In de feitelijke situatie heeft optiebelegger A €4 premie betaald, maar als gevolg van de misleiding is deze investering volledig verloren gegaan. De schade van A die in csqn-verband staat met de misleiding bedraagt derhalve €4. Dit bedrag bestaat uit twee componenten, te weten de €1 inflatie in de betaalde premie en de €3 betaalde premie, die als gevolg van de misleiding niet meer kan worden terugverdiend. Ten aanzien van de inflatie van de premie geldt het volgende. De schade van A kan berekend worden door de premie van de optie met misleiding te vergelijken met de premie van de optie zonder misleiding. De premie die voor de optie zonder de misleiding zou zijn betaald bedraagt €3 (€17 - €14). Zij is gelijk aan het verschil tussen de hypothetische beurskoers en de hypothetische uitoefenprijs, nu in dit voorbeeld geen rekening wordt gehouden met de volatiliteit van het aandeel en de *risk free-rate* (zie ook par. 5.3.3). De premie die feitelijk voor de optie is betaald, bedraagt €4 (€20 - €16), wederom omdat in dit voorbeeld geen rekening wordt gehouden met de volatiliteit van het onderliggende aandeel en de *risk free-rate*. Optiebelegger A heeft dan ook €1 schade geleden *ten aanzien van de geïnfleteerde premie*.

Scenario 5: Optie is tijdens de misleiding gekocht, maar uitoefendatum ligt op datum na uitkomen misleiding; optie is na uitkomen misleiding nog steeds 'in the money'

Dit geval doet zich onder de volgende omstandigheden voor. Stel wederom dat de beurskoers ten tijde van de misleiding €20 bedraagt, terwijl zij zonder misleiding €17 zou zijn geweest. De koers is dus met €3 geïnfleteerd. Optiebelegger A heeft ten tijde van de misleiding een optie gekocht met een uitoefenprijs van €16, welke uitoefenprijs door de misleiding ook is geïnfleteerd en in het geval zonder misleiding €14 zou zijn geweest. Nog voordat A de optie heeft uitgeoefend of had kunnen uitoefenen, komt de misleiding uit en daalt de beurskoers. De beurskoers daalt in dit geval echter niet tot onder de feitelijke uitoefenprijs en de optie blijft dus *in the money*. Voor dit getallenvoorbeeld neem ik aan dat de beurskoers daalt naar €16,50.

¹²⁷ Wanneer ik spreek over gunstigere voorwaarden bedoel ik daarmee een niet geïnfleteerde uitoefenprijs en bijbehorende premie.

Na het uitkomen van de misleiding is de optie nog steeds *in the money* en A zal de optie dan ook uitoefenen, aangezien dit voordeliger is dan het waardeloos laten aflopen van de optie. Heeft A desalniettemin schade geleden? Ook in dit geval dient te worden gekeken naar de investering die A heeft gedaan. A betaalt €4 premie, maar als gevolg van de misleiding gaat deze investering grotendeels verloren. De schade van A die in csqn-verband staat met de misleiding bedraagt €3,50. Deze schade bestaat wederom uit twee componenten. Ten eerste heeft A wederom €1 teveel aan premie betaald. Daarnaast kan €2,50 betaalde premie door de misleiding niet meer worden terugverdiend. In de hypothetische situatie zonder misleiding zou A zijn volledige premie terug hebben verdiend. In de feitelijke situatie heeft A slechts €0,50 weten terug te verdienen.

Scenario 6: Optie is tijdens de misleiding gekocht, maar uitoefendatum ligt op datum na uitkomen misleiding; optie is na uitkomen misleiding nog steeds 'in the money', maar geen gevolgschade

Stel wederom dat de beurskoers ten tijde van de misleiding €20 bedraagt, terwijl zij zonder misleiding €17 zou zijn geweest. De koers is dus met €3 geïnflateerd. Optiebelegger A heeft ten tijde van de misleiding een optie gekocht met een uitoefenprijs van €16, welke uitoefenprijs door de misleiding ook is geïnflateerd en in het geval zonder misleiding €14 zou zijn geweest. Nog voordat A de optie heeft uitgeoefend of had kunnen uitoefenen, komt de misleiding uit en daalt de beurskoers. De beurskoers daalt in dit geval naar €17. De schade van optiebelegger A die in csqn-verband staat met de misleiding bedraagt €3. Deze schade bestaat uit twee componenten. In de eerste plaats uit €1 inflatie in de door optiebelegger A betaalde premie en in de tweede plaats uit €2 betaalde premie die door de misleiding niet meer terug te verdienen is. A heeft in totaal €4 premie betaald (waarvan €1 de door de misleiding veroorzaakte inflatie betreft). De resterende €3 aan premie zou A in de hypothetische situatie zonder misleiding volledig hebben terugverdiend. In de feitelijke situatie verdient A slechts €1 terug.

Scenario 7: Optie is tijdens de misleiding gekocht, maar uitoefendatum ligt op datum na uitkomen misleiding; uitoefening optie is onmogelijk door niet aan de misleiding te wijten omstandigheden

In dit geval zou ik willen werken met een iets ander getallenvoorbeeld. De feitelijke koers van het aandeel X aan het begin van het tijdvak van de misleiding is €20. In het hypothetische geval zonder misleiding zou de koers van het aandeel X €17 zijn geweest. De beurskoers is dus €3 geïnflateerd. De feitelijke uitoefenprijs van de optie die door optiebelegger A is gekocht is €16,

terwijl deze uitoefenprijs in het hypothetische geval zonder misleiding €14 zou zijn geweest. Tot zover niks nieuws. Voor het bekend worden van de misleiding daalt de koers als gevolg van externe factoren¹²⁸ naar €13. De inflatie in aandeel X is gedurende de misleiding constant en aandeel X zou in het hypothetische geval zonder misleiding door het negatieve beurs sentiment nog maar €10 waard zijn geweest. Vervolgens komt de misleiding uit en loopt de inflatie uit de koers. Het aandeel daalt daardoor naar €10. Er is voor de markt geen sprake van gevolgschade. Wat is in dit geval de schade van optiebelegger A? Ook nu heeft A feitelijk €4 geïnvesteerd door het kopen van de optie. Zou geen sprake zijn geweest van misleiding dan zou hij slechts €3 premie hebben betaald. In tegenstelling tot de vorige scenario's had A ook in het hypothetische geval zonder misleiding zijn optie niet kunnen uitoefenen. Als gevolg van het negatieve marktsentiment is de beurskoers gedaald tot onder de (hypothetische) uitoefenprijs. Zowel in de situatie met als zonder misleiding zou A zijn investering niet hebben terugverdiend. Dit neemt niet weg dat A een optie voor een te hoge prijs heeft gekocht. Deze €1 inflatie van de optiepremie is in dit geval de schade van A die in csqn-verband staat met de misleiding. De vraag is of deze €1 op grond van artikel 6:98 BW aan de aansprakelijke partij kan worden toegerekend. Een argument dat tegen toerekening van dit bedrag pleit, is dat de belegger met het kopen van een optie die op het moment van aankoop €4 *in the money* is welbewust de kans aanvaardt dat de optie op de uitoefendatum *out of the money* zal zijn, als externe factoren er in de tussenliggende periode voor zorgen dat de koers met meer dan €4 daalt. Precies dat risico heeft zich in dit geval gerealiseerd. De belegger heeft met andere woorden gekregen waarvoor hij betaald heeft. Een argument voor toerekening is dat in dit geval de optiebelegger door de misleiding een risico heeft aanvaard van €4, terwijl hij in het geval zonder misleiding een risico zou hebben aanvaard van €3.

5.3.3. Schadeberekening aan de hand van Black-Scholes

Zoals in hoofdstuk 2 reeds naar voren is gebracht, bestaat de *value*¹²⁹ van een optie uit de intrinsieke waarde van de optie plus de tijd- en verwachtingswaarde. Een optie heeft intrinsieke waarde indien de uitoefenprijs gelegen is boven de actuele beurskoers van het onderliggende aandeel. De tijd- en verwachtingswaarde zal over het algemeen afnemen naarmate de uitoefendatum dichterbij komt en zal op de uitoefendatum uiteindelijk tot nihil worden

¹²⁸ Met externe factoren wordt bedoeld op bijvoorbeeld macro-economische, sectorspecifieke en bedrijfsspecifieke factoren.

¹²⁹ De *value* van een optie is gelijk aan de premie (die op een moment x voor de *value* van de optie dient te worden betaald). De term 'premie' wordt echter vaak gebruikt voor het bedrag dat voor de *value* van de optie op het moment van aankoop is betaald.

gereduceerd, zodat op dat moment nog slechts de intrinsieke waarde overblijft, welke waarde tevens nul is op het moment dat de optie op de uitoefendatum *out of the money* is.¹³⁰ In sommige van bovengenoemde scenario's wordt schade geleden door een geïnflateerde optiepremie. Voor bijvoorbeeld scenario 4 geldt dat de schade voor de optiebelegger gedeeltelijk bestaat uit het verschil tussen de *value* c.q. premie van de optie met misleiding en de *value* c.q. premie van de optie zonder misleiding. De bovenstaande scenario's zijn gebaseerd op verschillende veronderstellingen die in de praktijk vaak niet te handhaven zijn. Zo is namelijk verondersteld dat 1) de optie *in the money* is en daarom intrinsieke waarde heeft (veel opties zullen bij aankoop niet *in the money* zijn en de waarde van die optie bestaat in dat geval slechts uit de tijd- en verwachtingswaarde); 2) het onderliggende aandeel geen volatiliteit kent, aangezien is aangenomen dat de beurskoers gedurende het tijdvak van misleiding constant een bepaalde waarde aanhoudt. Tevens is geen rekening gehouden met de *risk-free interest rate*, die, afhankelijk van de tijd tot de uitoefendatum, van belang kan zijn voor de *value* c.q. premie van een optie. In bovenstaande scenario's was de *value* c.q. premie van de optie – en dus ook de schade die werd geleden vanwege de misleiding – door voornoemde veronderstellingen slechts afhankelijk van de beurskoers van het onderliggende aandeel en de uitoefenprijs. Met andere woorden: de *value* c.q. premie van de optie werd slechts bepaald door het verschil tussen de beurskoers en uitoefenprijs (de intrinsieke waarde), terwijl geen rekening werd gehouden met de tijd- en verwachtingswaarde.

De *value* c.q. premie van een optie kan worden berekend met de zogenaamde Black-Scholes-formule.¹³¹ Deze formule kan voor *call* opties als volgt worden weergegeven:

$$C = SP e^{-dt} N(d_1) - ST e^{-rt} N(d_2)$$

$$d_1 = (\ln(SP/ST) + (r - d + (\sigma^2/2)) t) / \sigma \sqrt{t}$$

$$d_2 = (\ln(SP/ST) + (r - d - (\sigma^2/2)) t) / \sigma \sqrt{t} = d_1 - \sigma \sqrt{t}$$

¹³⁰ Brous, *Journal of Forensic Economics* 2002, p. 269-283. Zie ook: Hull 2015, p. 220. De intrinsieke waarde wordt door Hull als volgt gedefinieerd: 'The intrinsic value of an option is defined as the value it would have if there were no time to maturity, so that the exercise decision had to be made immediately. For a call option, the intrinsic value is therefore max(Stockprice – Strikeprice, 0)'. Indien de optie *in the money* is op het moment van uitoefening, kan de intrinsieke waarde van de optie worden berekend door de uitoefenprijs af te trekken van de beurskoers op het moment van uitoefening. Indien de optie *out of the money* is, heeft de optie geen intrinsieke waarde.

¹³¹ Hull 2015, p. 335-336.

Waar:

- C is de *value* c.q. premie van de *call* optie
 $N(.)$ is de cumulatieve standaardnormale verdelingsfunctie
 SP is de huidige beurskoers van het onderliggende aandeel (*stock price*)
 ST is de uitoefenprijs (*strike price* of *exercise price*)
 e is de exponentiële constante, grondgetal van de natuurlijke logaritme (2.7182818)
 \ln is de natuurlijke logaritme
 r is de huidige *risk-free rate*
 t is de tijd tot de uitoefendatum van de optie in jaren
 σ is een representatie van de volatiliteit van het onderliggende aandeel
 d is het dividendrendement (*dividend yield*).

$SP e^{-dt} N(d_1)$ ziet, gesimplificeerd weergegeven, op de *stock price* van het onderliggende aandeel, gecorrigeerd door een bepaalde kans. $ST e^{-rt} N(d_2)$ ziet, wederom gesimplificeerd weergegeven, op de kans dat de uitoefenprijs een bepaalde waarde aanneemt of, meer specifiek, op de kans dat de optie wordt uitgeoefend. Het gedeelte e^{-rt} corrigeert de uitoefenprijs en berekent daarmee de *present value* van de uitoefenprijs.

SP/ST in de functies d_1 en d_2 geeft de verhouding tussen de beurskoers en de uitoefenprijs weer. Des te groter deze verhouding is, des te groter de waarden die d_1 en d_2 aannemen zijn. Uit de formule $C = SP e^{-dt} N(d_1) - ST e^{-rt} N(d_2)$ valt vervolgens af te leiden dat hoe groter de waarden d_1 en d_2 , zijn, hoe groter de zekerheid is dat een bepaalde situatie zal ontstaan. In dat geval is vrij zeker dat de koers een bepaalde waarde heeft en de uitoefenprijs een bepaalde waarde heeft. Het verschil tussen deze twee waarden bepaalt vervolgens de *value* van de optie.

Bovenstaande laat zich uitleggen met een getallenvoorbeeld. Hierbij ga ik uit van het hiervoor geschetste scenario 4. Ik herhaal eerst de stappen die reeds zijn gezet, om vervolgens factoren als volatiliteit en de *risk-free rate* toe te voegen. Stel wederom dat de beurskoers ten tijde van de misleiding €20 bedraagt, terwijl zij zonder misleiding €17 zou zijn geweest. De koers is dus met €3 geïnfleteerd. De beurskoers is gedurende de misleiding constant zodat het aandeel geen volatiliteit heeft. Ook worden geen dividenden op het onderliggende aandeel uitbetaald, en is de *risk-free rate* 0%. De tijd tot de uitoefendatum is twee jaar. Optiebelegger A heeft ten tijde van de misleiding een optie gekocht met een uitoefenprijs van €16, welke uitoefenprijs door de misleiding ook is geïnfleteerd en in het geval zonder misleiding €14 zou zijn geweest. Nog

voordat A de optie heeft uitgeoefend of had kunnen uitoefenen, komt de misleiding uit en daalt de beurskoers naar €12. De optie loopt vervolgens waardeloos af, aangezien de beurskoers onder de uitoefenprijs blijft. Een gedeelte van de schade van A kan berekend worden door de premie van de optie met misleiding, te vergelijken met de premie van de optie zonder misleiding. De *value* c.q. premie die voor de optie zonder de misleiding zou zijn betaald bedraagt €3 (€17 - €14). Zij is nu nog gelijk aan het verschil tussen de hypothetische beurskoers en de hypothetische uitoefenprijs, aangezien nog geen rekening wordt gehouden met de volatiliteit van het aandeel en de *risk free-rate*. De *value* c.q. premie die feitelijk voor de optie is betaald, bedraagt €4 (€20 - €16). De optiebelegger heeft dan ook €1 schade op de betaalde premie geleden. Maar wat nu indien de volatiliteit van het onderliggende aandeel 5% is en de *risk-free rate* 2,5%? De tijd tot de uitoefendatum is zoals gezegd twee jaar. Ik neem aan dat ook nu geen dividenden beschikbaar worden gesteld. De feitelijke situatie blijft gelijk. Door de misleiding loopt de optie wederom waardeloos af. De schade van de optiebelegger is echter veranderd. Invulling van de Black-Scholes-formule resulteert in de volgende waarden. De hypothetische *value* van de optie c.q. premie die voor de optie zonder misleiding zou zijn betaald, bedraagt nu €3,68. De feitelijk betaalde *value* c.q. premie met misleiding bedraagt nu €4,78. De schade van A is gestegen van €1 naar €1,10. Dit kan worden verklaard door het feit dat de premie, door het toevoegen van volatiliteit en de *risk free-rate*, niet meer slechts de intrinsieke waarde van de optie weerspiegelt, maar tevens de tijd- en verwachtingswaarde, welke tijd- en verwachtingswaarde zonder volatiliteit en *risk free-rate* nihil was.

5.4. Het bewijs van *csqn*-verband en schade

5.4.1. De wijze waarop het bewijs voor *csqn*-verband en schade kan worden geleverd

Om de hypothetische premie c.q. *value* van een optie te berekenen, is het allereerst van belang dat wordt nagegaan in hoeverre de beurskoers van het onderliggende aandeel door de misleiding is beïnvloed. Om tot de conclusie te komen dat de misleiding de beurskoers van het onderliggende aandeel heeft beïnvloed dient de feitelijke beurskoers te worden vergeleken met de hypothetische beurskoers zonder misleiding. Indien de feitelijke beurskoers boven de hypothetische beurskoers ligt, kan worden geconcludeerd dat de prijzen van de aandelen in de periode van de misleiding waren geïnfleteerd. De hypothetische beurskoers kan door middel

van een event study (*back casting*)¹³² of aan de hand van *forward casting*¹³³ worden achterhaald.

Vervolgens dient de hypothetische uitoefenprijs te worden vastgesteld. Zoals in hoofdstuk 2 reeds aan de orde is gekomen, zal het handelsplatform waarop de opties worden verhandeld gewoonlijk de verschillende uitoefenprijzen bepalen waartegen opties geschreven kunnen worden. Het handelsplatform kiest gewoonlijk uitoefenprijzen die €2,50, €5 of €10 uit elkaar liggen. Bij een waarde van het onderliggende aandeel tussen de €5 en €25 zullen de uitoefenprijzen gewoonlijk €2,50 uit elkaar liggen. Bij een waarde van tussen de €25 en €200 liggen de uitoefenprijzen €5 uit elkaar en bij een waarde boven de €200 zullen de uitoefenprijzen gewoonlijk €10 uit elkaar liggen. Bij een onderliggende waarde tussen de €5 en €25 zullen gewoonlijk de volgende uitoefenprijzen gekozen worden: 1) de waarde die €2,50 onder de huidige beurskoers ligt; 2) de eerstvolgende waarde die gedeeld kan worden door 2,50 en 3) de waarde die €2,50 boven de waarde van 2) ligt.¹³⁴ Voor de vaststelling van de hypothetische uitoefenprijs kan, mijns inziens, worden gekeken onder welk nummer de optie feitelijk is gekocht, om vervolgens dit nummer toe te passen op de hypothetische beurskoers. Een voorbeeld kan het bovenstaande verduidelijken. Stel de beurskoers met misleiding bedroeg €20. De optie is afgesloten onder nummer 2. De uitoefenprijs bedroeg met misleiding dus €22,50. In de situatie zonder misleiding zou de beurskoers €17 zijn geweest. Vervolgens wordt ook nu onder 2 afgesloten. Het eerste getal boven €17 dat door €2,50 gedeeld kan worden is €17,50. De uitoefenprijs zou dan zijn vastgesteld op €17,50 en de inflatie van de uitoefenprijs is in dit geval €5. Indien de optie niet onder nummer 2 maar onder nummer 1 zou zijn afgesloten, zou de uitoefenprijs met misleiding €17,50 zijn geweest.¹³⁵ De uitoefenprijs zonder misleiding zou in dat geval €14,50 zijn geweest.¹³⁶ De uitoefenprijs is dan €3 geïnfleteerd. Als uitgangspunt zou kunnen worden genomen dat de volatiliteit en de *risk free-rate* met en zonder

¹³² Met een event study wordt gekeken wat het effect van de misleidende informatie op de koers is geweest, waarbij het moment waarop de misleiding openbaar wordt als uitgangspunt geldt voor het tekenen van de hypothetische *value line*. Vgl. Pijls, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2009, p. 136-146 en de aldaar in voetnoot 38 aangehaalde literatuur.

¹³³ Bij *forward casting* wordt gekeken naar de koersinflatie op het moment waarop de misleiding voor het eerst effect kon hebben op de koers (dus het moment waarop de misleidende mededeling voor het eerst naar buiten kwam of het moment waarop de voorwetenschap voor het eerst niet (op tijd) werd gepubliceerd) en wordt vervolgens 'vooruit gewerkt in de tijd, uitgaande van het bedrag van de geschatte koersinflatie op het moment dat de misleiding begon'. Zie Pijls, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2019, p. 244-255.

¹³⁴ Hull 2017, p. 233.

¹³⁵ €20 - €2,50 = €17,50.

¹³⁶ €17 - €2,50 = €14,50.

misleiding gelijk zijn. Vervolgens kan door invoering in de Black-Scholes-formule de hypothetische premie zonder misleiding worden berekend.

5.4.2. De bewijslast ten aanzien van het csqn-verband en schade

Als uitgangspunt voor het bewijs van het causale verband en het bestaan van schade dient te gelden dat de bewijslast voor het csqn-verband en het bestaan van schade ingevolge artikel 150 Rv rust op de gedupeerde belegger. Voor de optiebelegger die zich op het standpunt stelt dat hij in het geval zonder misleiding de optie tegen andere voorwaarden zou hebben gekocht, dient deze belegger, naar mijn mening en naar analogie van misleiding van aandeelhouders, voor het bewijs van het csqn-bewijs slechts aan te tonen dat de voorwaarden waaronder hij de optie heeft gekocht door de misleiding zijn beïnvloed. Hij dient met andere woorden slechts aan te tonen dat de markt was misleid.¹³⁷ Daarvoor zal het veelal voldoende zijn dat de beurskoers van het onderliggende aandeel door de misleiding is geïnflateerd. In het *World Online*-arrest lijkt de Hoge Raad desalniettemin te eisen dat de misleidende informatie of omissie van invloed is geweest op de beleggingsbeslissing van de belegger, dus ook indien de gedupeerde belegger zich op het standpunt stelt dat hij schade heeft geleden door de ongunstige transactievoorwaarden die de misleiding heeft gecreëerd.¹³⁸ In het kader van de prospectusaansprakelijkheid heeft de Hoge Raad deze bewijslast verlicht door te overwegen dat ‘tot uitgangspunt [zal] mogen dienen dat *condicio sine qua non*-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is. Dit betekent derhalve dat in beginsel aangenomen moet worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet – of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden – tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan.’¹³⁹ Indien het prospectus misleidend is, kan dus voorshands worden aangenomen dat daarmee ook een csqn-verband bestaat tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing.¹⁴⁰ Het zal dan ook aan de gedaagde zijn om aan te voeren waarom dit vermoeden in de concrete omstandigheden van het geval niet kan worden gehandhaafd. De grondslag voor dit jurisprudentiële vermoeden is gelegen in artikel 6 lid 2 van de Prospectusrichtlijn en de daaruit voortvloeiende effectieve rechtsbescherming voor

¹³⁷ De Jong 2011, par. 16.5.7.2.

¹³⁸ HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, r.o. 4.11.2, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron (*World Online*). Vgl. Pijls, *Ondernemingsrecht* 2016/19, p. 92-93.

¹³⁹ HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, r.o. 4.11.2, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron (*World Online*).

¹⁴⁰ De Jong 2010, p. 270.

beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus.¹⁴¹ In de MAR is een dergelijke bepaling niet opgenomen, zodat de grondslag voor het aannemen van een bepaalde vorm van bewijslastverlichting voor andere vormen van misleiding dan door een misleidende prospectus niet in deze verordening kan worden gevonden. Met name in gevallen waarin sprake is van een schending van de plicht om voorwetenschap te publiceren, zal de plicht om te bewijzen dat de gedupeerde belegger op de niet gepubliceerde voorwetenschap zou zijn afgegaan voor bewijsproblemen kunnen zorgen.

Het fraud-on-the-market-vermoeden

Naast het door de Hoge Raad gehanteerde vermoeden dat het csqn-verband tussen misleiding en beleggingsbeslissing voorshands kan worden aangenomen indien de mededeling of omissie misleidend is geweest, kan voor de wijze waarop de bewijslast wordt verlicht ook gedacht worden aan de in de Verenigde Staten gangbare *fraud-on-the-market*-theorie ten aanzien van *material misrepresentations* en de doctrine die voortvloeit uit de *Affiliated Ute*-uitspraak voor situaties waarin sprake is van een misleidende omissie. De aansprakelijkheid wegens misleiding van het belegend publiek wordt in Amerika veelal gestoeld op SEC Rule 10b-5 van de Securities and Exchange Act 1934.¹⁴² In de zaak *Dura Pharmaceuticals Inc. / Broudo* vatte de *Supreme Court* de vereisten voor aansprakelijkheid die uit deze regel voortvloeien als volgt samen:

‘In cases involving publicly traded securities and purchases or sales in public securities markets, the action’s basic elements include:

- (1) *a material misrepresentation (or omission)*, see *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231–232 (1988);
- (2) *scienter*, i.e., a wrongful state of mind, (...)
- (3) *a connection with the purchase or sale of a security*, (...)

¹⁴¹ Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEG*, L 345/64).

¹⁴² § 240.10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices.

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.

Aansprakelijkheid op grond van deze regel werd al aangenomen in 1946 in de zaak *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F. Supp. 512 (E.D. Pa. 1946) en werd door de Supreme Court geaccepteerd in *Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.*, 404 U.S. 6 (1971).

- (4) *reliance*, often referred to in cases involving public securities markets (fraud-on-the-market cases) as “transaction causation,” see *Basic*, *supra*, at 248–249 (nonconclusively presuming that the price of a publicly traded share reflects a material misrepresentation and that plaintiffs have relied upon that misrepresentation as long as they would not have bought the share in its absence);
- (5) *economic loss*, 15 U. S. C. §78u–4(b)(4); and
- (6) “*loss causation*,” *i.e.*, a causal connection between the material misrepresentation and the loss, (...).¹⁴³

Voor deze scriptie is met name het vereiste van *reliance* van belang. *Reliance* ziet op het causaal verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing. De belegger moet dus zijn beleggingsbeslissing (mede) hebben gebaseerd op de misleidende informatie. Voor de gevallen waarin sprake is van een misleidende omissie introduceerde de *Supreme Court* in *Affiliated Ute* een vermoeden van *reliance* indien het gaat om een materiële omissie. De *Supreme Court* overwoog:

‘[u]nder the circumstances of this case, involving primarily a failure to disclose, positive proof of reliance is not a prerequisite to recovery [under Rule 10b-5]. All that is necessary is that the facts withheld be material in the sense that a reasonable investor might have considered them important in the making of this decision.’¹⁴⁴

In de bekende zaak *Basic v. Levinson*¹⁴⁵ werd de zogenaamde *fraud-on-the-market*-theorie door de *Supreme Court* bevestigd. Deze theorie vestigt een vermoeden van *reliance* indien de *defendant* publiekelijk een onjuiste en/of onvolledige voorstelling van zaken heeft gegeven, welke onjuiste voorstelling *material* was. Tevens dient sprake te zijn geweest van een efficiënte markt en dient de *security* in het tijdvak van de misleiding te zijn gekocht.¹⁴⁶ De theorie neemt tot uitgangspunt dat, in tegenstelling tot zogenaamde *face-to-face*-transacties, de belegger vertrouwt op de integriteit van de markt en dus van de prijs van het effect. De markt vervult als het ware de rol van effectenmakelaar en informeert de belegger door middel van de prijzen van de daarop verhandelde effecten dat deze prijzen alle beschikbare informatie weerspiegelen, zodat de belegger daarop zijn beleggingsbeslissingen kan baseren. Het lijkt voldoende dat de markt informationeel efficiënt is. Fundamentele efficiëntie, wat zoveel inhoudt dat de koers de fundamentele waarde van het aandeel correct weerspiegelt, is niet vereist.¹⁴⁷ Het vermoeden

¹⁴³ *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

¹⁴⁴ *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 152-154 (1972).

¹⁴⁵ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

¹⁴⁶ Pijls 2019, p. 255-256.

¹⁴⁷ *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund Inc.*, 573 U.S. 258, 272 (2014).

van *reliance* kan worden weerlegd door de *defendant* indien de onjuiste en/of onvolledige voorstelling van zaken niet van invloed is geweest op de koers of indien kan worden aangetoond dat de *plaintiff* niet vertrouwd op de integriteit van de markt. Het is aan de *defendant* om dit aan te tonen.

Ook houders van opties worden beschermd door Rule 10b-5.¹⁴⁸ Het doel van de 1934 Securities Act is de bescherming van beleggers die feitelijk deelnemen aan de handel op de effectenmarkt. Onder deze beleggers vallen ook optiebeleggers.¹⁴⁹ Reeds in 1988 is aangenomen dat ook optiebeleggers bescherming kunnen ontleen aan het *fraud-on-the-market*-vermoeden. In de zaak *Tolan v. Computervision Corp.*¹⁵⁰ overwoog de District Court of Massachusetts in het verlengde van *Basic v. Levinson*¹⁵¹ dat het moeilijk voorstelbaar is dat een belegger belegt op de effectenmarkt zonder dat hij vertrouwt op de integriteit van die markt. Evenals de beleggers die handelen in het onderliggende aandeel, vertrouwen ook optiebeleggers op de integriteit van de markt. Hoewel de beleggingsstrategieën van beide beleggers wellicht verschillen, neemt dit niet weg dat beiden uitgaan van een integere markt. Vervolgens gaat de District Court nog in op het verweer van *defendants* dat optiebeleggers vanwege het speculatieve karakter van opties geen bescherming zouden kunnen ontleen aan Rule 10b-5. In lijn met de Third Circuit Court in *Deutschman*¹⁵² overweegt de District Court echter dat de handel in opties niet slechts een speculatief karakter heeft, maar dat zij tevens gebruikt kan worden ter afdekking van beleggingsrisico's (zie hoofdstuk 2, paragraaf 3). Ook is de handel in opties van positieve invloed op de volatiliteit van het onderliggende aandeel en verbetert de optiehandel de liquiditeit van dit onderliggende aandeel. De District Court ziet dan ook geen reden om optiebeleggers de bescherming van Rule 10b-5 en het *fraud-on-the-market*-vermoeden te onthouden.¹⁵³ Ik zou hier aan toe willen voegen dat zelfs indien de opties niet gebruikt werden ter afdekking van beleggingsrisico's, een optie dan nog geen puur speculatief financieel

¹⁴⁸ *Newby v. Enron Corp. (In re Enron Corp. Sec. Derivative & "ERISA" Litig.)*, 529 F. Supp. 2d 644, 753-754 (2016). 'Lead Plaintiff submits they fall under the term "securities." This Court agrees that options are "securities" within section 10(b) of the Securities Exchange Act, 15 U.S.C. section 78j(b), and Rule 10b-5. Section 3(a)(10) of that Act, 15 U.S.C. section 77b(a)(1), provides, "The term 'security' means [any of a number of designated securities, such as notes, stock, and investment contracts], any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit (...)'.

¹⁴⁹ *Deutschman v. Beneficial Corp.*, 841 F.2d 502 (3d Cir. 1988).

¹⁵⁰ *Tolan v. Computervision Corp.*, 696 F. Supp. 771 (District Court of Massachusetts 1988).

¹⁵¹ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

¹⁵² *Deutschman v. Beneficial Corp.*, 841 F.2d 502, 508 (3d Cir. 1988).

¹⁵³ Zie ook: *Levie v. Sears, Roebuck & Co.*, 496 F.Supp.2d 944 (N.D.Ill. 2007), *In re Digital Equipment Corp. Securities Litigation*, 601 F. Supp. 311 (D. Mass. 1984) en *In re Gulf Oil/Cities Serv. Tender Offer Litig.*, 725 F. Supp. 712, 744.

instrument is. Opties kunnen namelijk – evenals gewone aandelen – tot de uitoefendatum worden doorverkocht, waarbij winst of verlies kan worden gemaakt op de premie c.q. de *value* van de optie. Daarin verschilt de premie van de optie niet dermate van de prijs die voor een normaal aandeel wordt betaald, zodat enkel op grond daarvan geen onderscheid dient te worden gemaakt in de mate van bescherming tegen de misleiding.

Ten slotte werd door *defendants* aangevoerd dat aansprakelijkheid voor door optiebeleggers geleden schade zou kunnen leiden tot een onbeperkte aansprakelijkheid, nu de vennootschap zelf geen invloed kan uitoefenen op het aantal opties dat op de markt wordt gebracht en wordt verhandeld. Dit argument is ook in Nederland actueel en is in deze scriptie reeds in hoofdstuk 4 aan de orde gekomen. Hoewel het juist is dat de uitgevende vennootschap van de onderliggende aandelen geen of slechts beperkte invloed heeft op het aantal opties in de handel, doet dit niet af aan de *scope* van Rule 10b-5. Rule 10b-5 beperkt aansprakelijkheid tot hen die deelnemen aan de markt. Nu optiebeleggers ook deelnemen aan deze markt en ook zij bescherming verdienen tegen misleiding, kan niet worden gezegd dat de aansprakelijkheid jegens optiebeleggers ervoor zou zorgen dat er geen enkele limiet op de aansprakelijkheid zou zijn. Deze limiet wordt daar gevonden waar een gedupeerde niet deelneemt aan de handel op de beurs.¹⁵⁴ Ten aanzien van eventuele onwenselijke gevolgen is het in de eerste plaats aan de wetgever om die zoveel als mogelijk te beperken.

Reliance verschilt van *transaction causation* (transactiecausaliteit) in die zin dat een (optie)belegger die het aandeel of de optie heeft gekocht zonder dat hij afging op de beurskoers (hij kocht de optie bijvoorbeeld puur om fiscale redenen) wel transactiecausaliteit kan aantonen indien de beurskoers (en dus de uitoefenprijs en/of premie) door de misleiding is beïnvloed, maar hij geen succesvol beroep kan doen op het *fraud-on-the-market*-vermoeden.¹⁵⁵ Voor de (optie)belegger die aan zijn vordering de door de misleiding veroorzaakte te hoge prijs van het aandeel of de optie ten grondslag legt, zou dit meebrengen dat hij, afhankelijk van de reden waarom hij het aandeel of de optie heeft gekocht, wel of geen succesvol beroep kan doen op het *fraud-on-the-market*-vermoeden.

¹⁵⁴ *Deutschman v. Beneficial Corp.*, 841 F.2d 502, 507 (3d Cir. 1988).

¹⁵⁵ Hoewel hij zich kan beroepen op dit vermoeden, zal dit vermoeden geacht te zijn weerlegd wanneer blijkt dat niet op de integriteit van de markt is vertrouwd.

Zoals reeds aangegeven ben ik, in navolging van De Jong, van mening dat het voor de optiebelegger die zich op het standpunt stelt dat hij in het geval zonder misleiding de optie tegen andere voorwaarden zou hebben gekocht niet noodzakelijk is om causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aan te tonen.¹⁵⁶ Deze belegger dient naar mijn mening, en naar analogie van misleiding van aandeelhouders, voor het csqn-bewijs slechts aan te tonen dat de voorwaarden waaronder hij de optie heeft gekocht door de misleiding zijn beïnvloed. Aan optiebeleggers zou de eis kunnen worden gesteld om aan te tonen dat in het verlengde van de beurskoers, ook de optiepremie door de misleiding is beïnvloed.

¹⁵⁶ De Jong 2010, p. 283.

6. Conclusie

In deze scriptie stond de tweeledige vraag centraal in hoeverre de schade van een call-optiebelegger, ingeval van aansprakelijkheid van de beursvennootschap op grond van onrechtmatige daad wegens misleiding van het beleggend publiek, voor vergoeding in aanmerking komt en op welke wijze deze schade dient te worden berekend.

Een optie geeft de optienemer het recht om, afhankelijk of het om een *call* optie dan wel om een *put* optie gaat, het onderliggende aandeel tegen een vooraf vastgestelde prijs binnen een bepaalde vooraf vastgestelde termijn te kopen of te verkopen. Een *call* optie is *in the money* op het moment dat de beurskoers van het onderliggende aandeel de uitoefenprijs van de optie overstijgt. Of de optie uiteindelijk ook een nettowinst zal opleveren is afhankelijk van de premie die voor de optie is betaald en de transactiekosten die met het aangaan van het optiecontract zijn gemoeid. De *value* van een optie is gelijk aan de premie en bestaat naast de intrinsieke waarde van de optie ook uit de tijd- en verwachtingswaarde. Deze twee waarden worden op hun beurt bepaald door de beurskoers van het onderliggende aandeel, de uitoefenprijs, de tijd tot de uitoefendatum, de volatiliteit van het onderliggende aandeel en de *risk free-rate*. Een optie heeft intrinsieke waarde indien de optie op dat moment *in the money* is. Bij ter beurze verhandelde opties zullen de optieschrijver en de optienemer over het algemeen geen rechtstreeks contract met elkaar afsluiten. Veeleer is sprake van een keten van contracten met verschillende tussenpartijen, waarbij de verschillende partijen in deze keten over en weer rechten en verplichtingen hebben die uit deze contracten voortvloeien. De opties worden doorgaans, tenzij sprake is van werknemersopties, niet uitgegeven door de beursvennootschap.

Een belangrijk onderscheid dat gemaakt moet worden indien een (optie)belegger koersschade wenst te verhalen op (het bestuur van) de beursvennootschap is het onderscheid tussen directe en afgeleide schade. In het geval van misleiding door de beursvennootschap dient deze schade aangemerkt te worden als directe schade. Deze schade loopt namelijk niet via het vermogen van de vennootschap, in die zin dat de vennootschap door het uitkomen van de misleiding niet minder waard geworden is dan dat zij in werkelijkheid al was. Er vindt slechts een correctie naar de werkelijke waarde plaats. Wat betreft deze directe koersschade hebben (optie)beleggers een rechtstreekse vordering op (het bestuur van) de beursvennootschap. Dit geldt niet ten aanzien van schade die wel via het vermogen van de beursvennootschap loopt en die

bijvoorbeeld is veroorzaakt door verkeerde beleidsbeslissingen (afgeleide schade). Wil afgeleide schade in de zin van Poot/ABP voor rechtstreekse vergoeding in aanmerking komen dan geldt als minimumvoorwaarde dat jegens de aandeelhouder of optiebelegger een specifieke zorgvuldigheidsnorm is geschonden. Een geval waarin sprake zal zijn van een dergelijke specifieke normschending is waarschijnlijk uitzonderlijk maar zeker niet onmogelijk. Anders dan aandeelhouders hebben optiebeleggers, na vaststelling van een specifieke normschending, nauwelijks tot geen mogelijkheden om de vennootschap te dwingen om tot schadeverhaal over te gaan. Daarbij komt dat de schade van de optiebelegger en de vennootschap, anders dan bij schade aan aandelen, niet aan elkaar gelijk gesteld kunnen worden zodat dubbele schadevergoeding niet in de rede ligt. Ten slotte zal de schade van de optiebelegger, als gevolg van de zorgvuldigheidsnormschending, veelal definitief geworden zijn.

De definitiebepaling van voorwetenschap, artikel 7 lid 1 sub a MAR, maakt duidelijk dat het voorwetenschapsbegrip niet alleen ziet op informatie die betrekking heeft op een uitgevende instelling en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van aandelen of obligaties. Zij ziet ook op die informatie die een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van andere (afgeleide) financiële instrumenten, waaronder ook opties. Het is voor de inwerkingtreding van de gebods- en verbodsbepalingen van de MAR derhalve niet noodzakelijk dat de opties door de uitgevende instelling zijn uitgegeven. Wel lijkt het mij, in het licht van artikel 17 lid 1, derde alinea MAR, ten aanzien van de in dit artikel opgenomen verplichting om voorwetenschap die rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling te publiceren, noodzakelijk dat de uitgevende instelling verzocht heeft om of ingestemd heeft met de toelating van financiële instrumenten op de gereglementeerde markt. Het beperktere toepassingsgebied van de publicatieverplichting van artikel 17 MAR voorkomt dat een uitgevende instelling wordt geconfronteerd met een publicatieplicht terwijl zij zelf niet heeft verzocht om of heeft ingestemd met de toelating van haar financiële instrumenten tot de handel op een gereglementeerde markt. Heeft de uitgevende instelling eenmaal financiële instrumenten op de markt gebracht, dan volgt uit artikel 17 lid 1 MAR en het voorwetenschapsbegrip van artikel 7 MAR dat ook informatie die betrekking heeft op de uitgevende instelling en die een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van afgeleide financiële instrumenten openbaar moet worden gemaakt.¹⁵⁷

¹⁵⁷ Voor zover uiteraard aan de overige criteria om te kunnen spreken van voorwetenschap is voldaan.

De relativiteitsvraag bij schade aan financiële instrumenten die niet door de uitgevende instelling zelf zijn uitgegeven is een rechtspolitieke vraag waar verschillend over kan worden gedacht. Het argument dat aanneming van aansprakelijkheid ten aanzien van optiebeleggers de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling teveel zou uitbreiden, is op het eerste gezicht wellicht overtuigend maar doet naar mijn mening niet af aan het feit dat ook optiebeleggers geen rekening hoeven te houden met misleiding van een beursvennootschap.

Ten aanzien van het csqn-verband heb ik aansluiting gezocht bij het begrip transactiecausaliteit zoals dit door De Jong in zijn proefschrift is geïntroduceerd. Toegepast op opties en optiebeleggers kunnen daarbij de volgende vragen worden gesteld. De eerste vraag is of de misleiding van invloed is geweest op de uitoefenprijzen van de optie en de bijbehorende premie van de optie. De tweede vraag is of de optiebelegger de optie zonder misleiding (al dan niet tegen de dan geldende uitoefenprijs en premie) zou hebben gekocht. Hier kan vervolgens het onderscheid worden gemaakt tussen optiebeleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij in het geval zonder misleiding een optie hadden gekocht tegen gunstigere voorwaarden en optiebeleggers die de optie in het geheel niet hadden gekocht (ook niet bij een lagere uitoefenprijs en premie). Naar mijn mening is het voor de optiebelegger die zich op het standpunt stelt dat hij in het geval zonder misleiding de optie tegen andere voorwaarden zou hebben gekocht niet noodzakelijk om causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aan te tonen. Deze belegger dient voor het csqn-bewijs slechts aan te tonen dat de voorwaarden waaronder hij de optie heeft gekocht door de misleiding zijn beïnvloed. Aan optiebeleggers zou dan ook de eis kunnen worden gesteld aan te tonen dat in het verlengde van de beurskoers, ook de optiepremie door de misleiding is beïnvloed.

In hoofdstuk 5 heb ik ten slotte verschillende scenario's uitgewerkt waarin optiebeleggers schade lijden. Afhankelijk van de omstandigheden van het geval kan de schade worden geleden aan de aandelen die zijn verkregen door uitoefening van een optie met een te hoge uitoefenprijs, of kan schade zijn geleden vanwege teveel betaalde premie voor de optie. Indien schade wordt geleden door teveel betaalde premie kan door middel van de Black-Scholes-formule de hypothetische premie zonder misleiding worden berekend. De daarvoor noodzakelijke hypothetische beurskoers van het onderliggende aandeel kan verkregen worden door middel van een *event study* of door middel van *forward casting*, zoals dat in de praktijk reeds gebruikelijk is ten aanzien van schade geleden aan aandelen.

Ik kom tot de conclusie dat schadeverhaal voor optiebeleggers zeker geen gemakkelijke en uitgemaakte zaak is. Ten eerste zal moeten worden gekeken of sprake is van afgeleide of rechtstreekse schade. Behalve onder bijzondere omstandigheden zal slechts rechtstreekse schade voor vergoeding in aanmerking komen. Vervolgens zullen de hobbels van de onrechtmatigheid, relativiteit en causaliteit nog moeten worden genomen, alvorens kan worden overgegaan tot vaststelling van de schade. Met name de vraag of ten aanzien van optiebeleggers is voldaan aan het relativiteitsvereiste, en in het verlengde daarvan of de schade zoals die door de optiebelegger is geleden wel kan worden toegerekend aan de uitgevende instelling, zal de meningen nog wel enige tijd verdelen. De gedupeerde optiebelegger bevindt zich hiermee in een interessante, maar zeker geen benijdenswaardige positie.

Literatuurlijst

AFM 2016

AFM, *Openbaarmaking van voorwetenschap*, juni 2016 (online).

Akkermans 2002

A.J. Akkermans, *De 'omkeringsregel' bij het bewijs van causaal verband* (oratie Amsterdam VU), Den Haag: BJu 2002.

Asser/De Serière 2-IV 2018

V.P.G. de Serière, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IV. Effectenrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Asser/Sieburgh 6-II 2017

C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 6. Verbintenissenrecht. Deel II. De verbintenis in het algemeen, tweede gedeelte*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Asser/Sieburg 6-III 2018

C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 6. Verbintenissenrecht. Deel III. Algemeen overeenkomstenrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Asser/Van Solinge en Nieuwe Weme 2-II* 2009

G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel II*. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009.

Assink 2012

B.F. Assink, 'Vraagtekens rond afgeleide schade', in: P.J. van der Kost, R. Abma en G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Handboek Onderneming en Aandeelhouder* (Serie Onderneming en Recht, Deel 69), Deventer: Kluwer 2012.

Beckman, Ondernemingsrecht 2007/71.

H. Beckman, 'Jaarrekening en verantwoording', *Ondernemingsrecht 2007/71*, afl. 6, p. 226-230.

Bloembergen 1965

A.R. Bloembergen, *Schadevergoeding bij onrechtmatige daad* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 1965.

Brahn en Reehuis 2015

O.K. Brahn en W.H.M. Reehuis, *Zwaartepunten van het vermogensrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2015.

Brous, *Journal of Forensic Economics* 2002, p. 269-283

P. Brous, 'Estimating Damages Associated with Stock Option Compensation in Wrongful Termination Lawsuits', *Journal of Forensic Economics*, 2002, vol. 15, no. 3, p. 269-283.

Busch, *FR* 2016, p. 525-537

D. Busch, 'Het civiel effect van de Marktmisbruikverordening', *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2016, afl. 12, p. 525-537.

Busch 2018

D. Busch, 'Civielrechtelijke gevolgen van een schending van de Verordening Marktmisbruik', in: D.R. Doorenbos e.a. (red.), *Handboek Marktmisbruik* (Serie Onderneming en Recht, Deel 104), Deventer: Wolters Kluwer 2018.

De Jong, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2008, p. 109-112

B.J. de Jong, 'Fraud on the market revisited', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2008, afl. 5, p. 109-112.

De Jong 2010

B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2010.

De Jong 2011

B.J. de Jong, 'Aansprakelijkheid', in: B. Bierens e.a., *Handboek Beursvennootschap* (Serie Onderneming en Recht, Deel 68), Deventer: Kluwer 2011.

De Jong, *Ondernemingsrecht* 2014/109

B.J. de Jong, 'Amerikaanse 'fraud-on-the-market'-theorie nog steeds geldig in class actions', *Ondernemingsrecht* 2014/109, afl. 12, p. 561-566.

De Jong, *Ondernemingsrecht* 2016/25

B.J. de Jong, 'Schade door misleiding op de effectenmarkt revisited', *Ondernemingsrecht* 2016/25, afl. 3, p. 122-129.

De Kluiver 2017

H.J. de Kluiver, 'Koersgevoelige informatie', in: F.G.H. Kristen, H.J. de Kluiver en N. Lemmers, *Market Abuse Regulation: Van Europese kaders naar uitleg en toepassing in Nederland. Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2017* (Serie Vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 138), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Dortmond 2013

P.J. Dortmond, *Van der Heijden Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Wolters Kluwer 2013.

Eijkelenboom en Pijls, *Ondernemingsrecht* 2017/45

E.V.A. Eijkelenboom en A.C.W. Pijls, annotatie bij Rechtbank Amsterdam 20 april 2016, ECLI:NL:RBAMS:2016:2191, *Ondernemingsrecht* 2017/45, afl. 5, p. 260-266.

ESMA, *ESMA* 2016/419

ESMA, 'Questions and Answers On the common operation of the Market Abuse Directive', *ESMA* 2016/419.

Haksteeg 2018

H.W. Haksteeg, *De betrokkenheid van de stichting continuïteit*, bachelorscriptie Erasmus Universiteit Rotterdam, mei 2018.

Hoff 2013

G.T.J. Hoff, 'Civielrechtelijke aansprakelijkheid van uitgevende instellingen bij niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie' in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector* (Serie Onderneming en Recht, Deel 78), Deventer: Wolters Kluwer 2013.

Hijink, *Ondernemingsrecht* 2019/35

J.B.S. Hijink, 'Vertrouwen en transparantie. Over de complexe verhouding tussen transparantieverplichtingen en vertrouwen in het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2019/35, afl. 4, p. 193-203.

Hijma en Olthof 2014

J. Hijma en M.M. Olthof, *Compendium van het Nederlands vermogensrecht*, Deventer: Kluwer 2014.

Hudson 2012

A. Hudson, *The law on financial derivatives*, 5th Edition, Andover: Sweet & Maxwell 2012.

Hull 2015

John C. Hull, *Options, Futures and Other Derivatives*, 9th Edition, New Jersey: Pearson Education Inc. 2015.

Hull 2017

John C. Hull, *Fundamentals of Futures and Option Markets*, 8th Edition Global Edition, Harlow: Pearson Education Limited 2017.

ING Bank, *Wat zijn opties* (online)

'Wat zijn opties?', ing.nl (laatst geraadpleegd op 7 maart 2020).

Kemna en Van Vliet, *Tijdschrift voor Statistiek, Informatica en Operationeel Onderzoek* 1984, vol. 24, nr. 1, p. 47-78

A.G.Z. Kemna en J.K. van Vliet, 'Een inleiding in het waarden van opties', *Belgisch Tijdschrift voor Statistiek, Informatica en Operationeel Onderzoek*, 1984, vol. 24, nr.1, p. 47-78.

Kroeze 2004

M.J. Kroeze, *Afgeleide schade en afgeleide actie* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 2004 (Uitgave Vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Deel 45).

Kroeze 2012

M.J. Kroeze, 'Rechtspersoonlijkheid en afgeleide schade', in: G. van Solinge e.a., *Relativering van rechtspersoonlijkheid* (Serie Vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 114), Deventer: Kluwer 2012.

Lamp en Rocha, *Tijdschrift voor jaarrekeningenrecht* 2010, p. 116-122

R.M.I. Lamp en E.M. Rocha, 'Strafbaarheid van financiële verslaglegging na de Ahold strafzaken', *Tijdschrift voor jaarrekeningenrecht* 2010, afl. 4, p. 116-122.

Lindenbergh 2014

S.D. Lindenbergh, *Schadevergoeding: algemeen, deel 1* (Mon. BW, nr. B34), Deventer: Kluwer 2014.

McDonald 2013

Robert L. McDonald, *Derivatives Markets*, Third Edition, New Jersey: Pearson Education Inc. 2013 p. 35-37.

Oosterhoff 2017

G.P. Oosterhoff, *Belang zonder aandeel en aandeel zonder belang* (Serie Vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 144), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Oostwouder, *O&F* 2018, p. 5-24

W.J. Oostwouder, 'Actualiteiten 'afgeleide schade'. What's in the name?', *O&F* 2018, afl. 4, p. 5-24.

Pijls, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2009, p. 131-142

A.C.W. Pijls, 'Misleidende berichtgeving op de beurs', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2009, afl. 5, p. 131-142.

Pijls, *Ondernemingsrecht* 2016/19

A.C.W. Pijls, annotatie bij Rechtbank Amsterdam 28 oktober 2015, *Ondernemingsrecht* 2016/19, afl. 2, p. 91-94.

Pijls, *Ondernemingsrecht* 2017/89

A.C.W. Pijls, annotatie bij HR 30 september 2016, *Ondernemingsrecht* 2017/89, afl. 10/11, p. 502-508 (*Stichting Fortis Effect e.a./De Staat der Nederlanden*).

Pijls 2019

A.C.W. Pijls, 'De Amerikaanse fraud-on-the-market-theorie', in: Y. Borrius (red.), *Geschriften vanwege De Vereniging Corporate Litigation* (Serie Vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 157), Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Pijls, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2019, p. 244-255

A.C.W. Pijls, 'Schadevaststelling bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten aan de hand van forward casting', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2019, afl. 5, p. 244-255.

Pijls 2020

A.C.W. Pijls, 'Civielrechtelijke aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving', in: J.B.S. Hijink e.a. (red.), *Handboek Jaarrekeningenrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2020.

Rank 1999

W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding bij opties', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Vertegenwoordiging en tussenpersonen* (Serie Onderneming en Recht, Deel 17), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1999, p. 267-305.

Schild, *Bb* 2007, p. 191-199

A.J.P. Schild, 'Aandeelhouders, schuldeisers en afgeleide schade', *Bedrijfsjuridische berichten* 2007, afl. 17, p. 191-199.

Schutte-Veenstra, *Ondernemingsrecht* 2019/54

J.N. Schutte-Veenstra, 'Zoek de nuance: afgeleide schade of directe schade', *Ondernemingsrecht* 2019/54, afl. 5, p. 276-279.

Silverentand en Van der Eerden 2018

L.J. Silverentand en F.W.J. van der Eerden (red.), *Hoofdpijnen Wft* (Recht en Praktijk, nr. FR6), Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Stevens 2018

T.M. Stevens, 'Openbaarmaking van voorwetenschap', in: D.R. Doorenbos e.a. (red.), *Handboek Marktmissbruik* (Serie Onderneming en Recht, Deel 104), Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Strik 2010

D.A.H.M.W. Strik, *Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid. Een maatpak voor de boardroom* (Instituut voor Ondernemingsrecht, nr. 73) (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2010.

Timmerman 2006

L. Timmerman, 'Hartkamp en afgeleide schade', in: H.J. van Kooten e.a. (red.) *Hartkampsvariaties*, Deventer: Kluwer 2006.

Timmermans 2018

R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen* (Serie Vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 147), Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 244.

Van Andel en Rutten 2008

W.J.M. van Andel en K. Rutten, 'Vorderingen van aandeelhouders op de vennootschap wegens een misleidende voorstelling van zaken in de financiële verslaggeving', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten en D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2007- 2008* (Serie Vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 97), Deventer: Kluwer 2008.

Verboom, JOR 2015/330

U.B. Verboom annotatie bij Rechtbank Amsterdam 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:7495, *JOR* 2015/330, afl. 12.

Wibier 2011

R.M. Wibier, 'Opties en andere derivaten in het vermogensrecht' in: S.E. Bartels, A.J. Verdaas en R.J. van der Weijden, (red.), *Effecten en vermogensrecht* (Serie Onderneming en Recht, Deel 63), Deventer: Kluwer 2011, par. 11.1-11.2.2.

Jurisprudentielijst

Nederlandse jurisprudentie

Hoge Raad

HR 6 juni 1979, ECLI:NL:HR:1979:AH8595, *NJ* 1980, 34, m.nt. C.J.H. Brunner (*Kleuterschool Babbel*).

HR 2 december 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1564, *NJ* 1995, 288, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Poot/ABP*).

HR 29 november 1996, ECLI:NL:HR:1996:ZC2214, *NJ* 1997, 178 (*Cri Cri*).

HR 14 juni 2001, ECLI:NL:HR:2001:AB2443, *NJ* 2001, 573, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Chipshol*).

HR 28 maart 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF3067, *NJ* 2003, 389 (*V./Branderhorst*).

HR 8 april 2005, ECLI:NL:HR:2005:AS5010, *NJ* 2006, 443, m.nt. G. van Solinge (*Laurus*).

HR 13 oktober 2006, ECLI:NL:HR:2006:AW2080, *JOR* 2006/296, m.nt. H. Beckman (*Vie d'Or*).

HR 16 februari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ0419, *NJ* 2007, 256, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Tuin Beheer/Houthoff*).

HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970, *NJ* 2007, 434, m.nt. J.M.M. Maeijer (*ABN Amro*).

HR 2 november 2007, ECLI:NL:HR:2007:BB3671, *NJ* 2008, 5, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Kessock*).

HR 20 juni 2008, ECLI:NL:HR:2008:BC4959, *NJ* 2009, 21, m.nt. H.J. Snijders (*Willemsen/NOM*).

HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron (*World Online*).

HR 28 september 2018, ECLI:NL:HR:2018:1811, *Ondernemingsrecht* 2019/30, m.nt. B. Kemp (*Licorne Holding*).

Gerechtshof

Gerechtshof Amsterdam 28 januari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BH1789.

Gerechtshof Amsterdam 13 juli 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:2422 (*WCAM Fortis*).

Rechtbank

Rechtbank Amsterdam 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:7495, *JOR* 2015/330, m.nt. U.B. Verboom; *Ondernemingsrecht* 2016/19, m.nt. A.C.W. Pijls (*Landis*).

Rechtbank Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff.

Europese jurisprudentie

HvJ EU 19 december 2013, C-174/12, ECLI:EU:C:2013:856 (*Alfred Hirmann/Immofinanz AG*).

HvJ EU 11 maart 2015, C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162, *JOR* 2016/304, m.nt. G.T.J. Hoff (*Lafonta/AMF*).

Amerikaanse jurisprudentie

Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (E.D. Pa. 1946).

Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6 (1971).

Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States, 406 U.S. 128, 152-154 (1972).

In re Digital Equipment Corp. Securities Litigation, 601 F. Supp. 311 (D. Mass. 1984).

Basic v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

Deutschman v. Beneficial Corp., 841 F.2d 502 (3d Cir. 1988).

Tolan v. Computervision Corp., 696 F. Supp. 771 (District Court of Massachusetts 1988).

In re Gulf Oil/Cities Serv. Tender Offer Litig., 725 F. Supp. 712, 744 (1989).

Dura Pharmaceuticals Inc. V. Broudo, 544 U.S. 336 (2005).

Levie v. Sears, Roebuck & Co., 496 F.Supp.2d 944 (N.D.Ill. 2007).

Halliburton Co. V. Erica P. John Fund Inc., 573 U.S. 258, 272 (2014).

Newby v. Enron Corp. (In re Enron Corp. Sec. Derivative & "ERISA" Litig.), 529 F. Supp. 2d 644, 753-754 (2016).